

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty podniku

Company Value Assessment

Student: Zuzana Tomanová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2008

Úvod.....	1
1 Teoretická východiska oceňování	3
1.1 Vymezení základních pojmů	3
1.1.1 Oceňování.....	3
1.1.2 Definice podniku jako předmětu ocenění.....	3
1.1.3 Hladiny hodnoty podniku.....	4
1.1.4 Cena.....	5
1.1.5 Hodnota podniku	5
1.1.6 Potenciál podniku	6
1.2 Důvody pro ocenění	6
1.3 Základní přístupy k oceňování podniku	7
1.3.1 Tržní hodnota	7
1.3.2 Subjektivní ocenění	8
1.3.3 Objektivizovaná hodnota.....	9
1.3.4 Kolínská škola	9
1.4 Právní úprava oceňování podniků	10
1.5 Postup při oceňování podniku	11
1.5.1 Specifikace cíle ocenění	11
1.5.2 Sběr vstupních dat	11
1.5.3 Strategická analýza.....	12
1.5.4 Finanční analýza.....	14
1.5.5 Sestavení finančního plánu.....	24
1.6 Faktor času a rizika při ocenění podniku	25
1.7 Metody oceňování podniku	26
1.7.1 Výnosové metody.....	26
1.7.2 Metody založené na analýze trhu	34
1.7.3 Metody založené na analýze majetku.....	35
1.7.4. Další metody pro oceňování.....	37
2 Charakteristika oceňovaného podniku	39
2.1 Základní údaje o společnosti	39
2.2 Vznik a vývoj společnosti	39
2.3 Organizační struktura společnosti	40
2.4 Certifikace	40
2.5 Výrobní faktory	41
2.6 Další významné faktory	41
2.7 Strategické aspekty- SWOT analýza podniku.....	42
2.8 Vyhodnocení vnitřního potenciálu podniku	43
3 Ocenění podniku.....	44
3.1 Strategická analýza.....	44
3.1.1 Makroekonomická analýza	44
3.1.2 Analýza mezzoprostředí- odvětvová analýza.....	48
3.1.3 Konkurenční síla podniku z hlediska finančního zdraví	55
3.1.4 Vyhodnocení vnějšího potenciálu podniku	59
3.2 Finanční analýza.....	60
3.2.1 Analýza výkazu rozvaha	60
3.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát.....	64
3.2.3 Rozbor poměrových ukazatelů.....	67
3.2.4 Souhrnné hodnocení finančního zdraví podniku.....	70
3.3 Sestavení finančního plánu.....	71
3.3.1 Plánovaný výkaz zisků a ztrát	71

3.3.2 Plánovaný výkaz peněžních toků	72
3.3.3 Plánovaná rozvaha.....	73
3.3.4 Finanční analýza plánu	75
3.4 Stanovení hodnoty podniku.....	76
3.4.1 Metoda účetní hodnoty	76
3.4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	76
3.4.3 Metoda diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (DCF, FCFF)	79
3.4.4 Shrnutí	83
Návrhy a doporučení.....	85
Závěr.....	86

Úvod

Potřeba oceňování podniku se v ČR objevila v souvislosti s transformací ekonomiky a především s transformací vlastnických vztahů. Po dlouhé odmlce trvající čtyřicet let ožila opět potřeba znát vedle účetní hodnoty aktiv podniku i hodnotu tržní, a to zejména v souvislosti s privatizací. Tržní hodnota se stala zajímavou pro investory, vlastníky i investory věřitele (banky). V době, kdy tato potřeba vyvstala, ukázala se v ČR jasná mezera a absence jak v ekonomické teorii, tak i oceňovací praxi.

V současné době aktuálnost oceňování podniku nijak neoslabuje, i když značná část podniků již byla zprivatizována. Lze sledovat tzv. třetí vlnu privatizace, k jejímž podstatným znakům patří nastartovaný proces koncentrace podniků, který probíhá formou slučování a splývání podniků. Jedná se o proces adaptace podnikové hospodářské sféry na měnící se podmínky rostoucí konkurence.

Ve vyspělých tržních ekonomikách je problematika oceňování rovněž vysoce aktuální, a to především v důsledku některých vývojových tendencí ve světové ekonomice, vyvolávajících potřebu efektivního umístění rozsáhlého volného kapitálu. Jedná se především o vývojové tendence v oblasti vytváření transnacionálních společností, procesu koncentrace kapitálu, globalizace světové ekonomiky apod.

V České republice je dnes všeobecně přijímán fakt, že pochopení důležitosti stanovení hodnoty podniku není jen záležitostí znalců a odhadců, ale především podnikové hospodářské sféry. Každý majitel a podnikový manažer jakékoliv podnikatelské jednotky by se měl zajímat o poznání skutečné hodnoty své firmy. Tuto hodnotu by neměl pouze znát, ale také s ní umět pracovat a řídit ji.

Potřeba stanovení hodnoty podniku v praxi vyplývá z různých důvodů, z nichž nejčastější jsou důvody vnější (např. prodej a koupě podniku, sloučení společnosti apod.). I když nehrozí tyto vnější důvody a podnik dobře prospívá, je nutné vnímat hodnotu své firmy jako jednu z důležitých potřeb pro úspěšné řízení podniku, jako jeden z významných potenciálů jeho rozvoje. Znat svou hodnotu je pro zdraví podniku velmi důležité. Podniky, které dobře řídí svou hodnotu, nepotřebují ochranu proti nebezpečí převzetí konkurencí. Vrcholové vedení se nemusí bránit úrokům nájezdníků a je schopno strávit více času soustředěním na provoz a tvorbu hodnoty své firmy.

Cílem diplomové práce je pomocí vhodných metod stanovit objektivizovanou hodnotu podniku ABC, a.s.. Ocenění bude určeno pro potřeby managementu podniku

a bude sloužit jako podklad pro jejich budoucí rozhodování a řízení firmy. Ocenění bude provedeno ke dni 1.1.2007.

Při výpočtu hodnoty firmy se doporučuje použít alespoň dvou nezávislých oceňovacích metod. Z tohoto důvodu ocenění firmy ABC, a.s. bude provedeno dle dvou výnosových metod, tj. **metody kapitalizovaných čistých výnosů a metody diskontovaných peněžních toků (DCF)**, která je z pohledu teorie považována za základní výnosovou metodu. Jako doplňkovou metodu jsem zvolila jednu z metod založenou na analýze majetku, a tou je **metoda účetní hodnoty**.

1 Teoretická východiska oceňování

Na začátku práce je nutno si utvořit jasnou představu o tom, co vlastně oceňujeme a co by mělo být výsledkem našeho snažení. Vystává potřeba formulovat základní východiska pro oceňování podniku. Konkrétně je třeba vymezit, co rozumíme pod samotným pojmem podnik a jaké jsou základní hladiny, na kterých může být podnik oceňován. Dále je nutné vysvětlit, co je hodnota podniku a jaké základní kategorie hodnoty je žádoucí rozlišovat.

1.1 Vymezení základních pojmů

1.1.1 Oceňování

Oceňování podniku chápeme jako soubor činností, jejichž výsledkem je hodnota podniku. Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována. Proto rozlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů a mohou sloužit k různým účelům. Ocenění samo o sobě je službou, kterou zákazník objednává, protože mu přináší užitek.

1.1.2 Definice podniku jako předmětu ocenění

Existuje řada výkladů, které závisí na hledisku, ze kterého je tento pojem interpretován[12]:

- nejobecněji je interpretován jako subjekt, ve kterém dochází k přeměně zdrojů (vstupů) ve statky (výstupy),
- obsáhleji je vymezen jako uspořádaný soubor prostředků, zdrojů a práv a jiných majetkových hodnot (ať vlastních či pronajatých), které slouží podnikateli k provozování podnikatelských aktivit,
- právně- jako soubor hmotných, jakožto i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem ke své povaze mají tomuto účelu sloužit.

Vymezení pojmu podnik nalezneme také v platné legislativě. Podnikání v ČR vymezují dva základní zákony, a to Živnostenský zákon¹ a Obchodní zákoník². Pro oceňovatele však mají největší význam definice uváděné v obchodním zákoníku, který definuje podnik v § 5 jako: „...*soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli*

¹ Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů.

² Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.

a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná...“.

Na podnik je nutno z ekonomického hlediska nahlížet jako na funkční celek. Funkci podniku nalezneme například v § 2 obchodního zákoníku, kde se praví: „*Podnikání se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku*“.

1.1.3 Hladiny hodnoty podniku

Podnik lze oceňovat na různých hladinách:

- **hodnota brutto-** zde se jedná o hodnotu podniku jako celku. Zahrnuje hodnotu jak pro vlastníky, tak pro věřitele,
- **hodnota netto-** touto hodnotou rozumíme ocenění na úrovni vlastníků podniku. V principu tedy oceňujeme vlastní kapitál.

Vymezením těchto hladin se zabývá také obchodní zákoník. Hodnota brutto je zde označena jako **obchodní majetek** a definována v § 6, odst.1 takto:

„Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“

Souhrnný pohled na majetek podniku a závazky je pak zahrnut v pojmu **obchodní jmění** vymezeném v § 6, odst.2:

„Pro účely tohoto zákona se soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli, který je fyzickou osobou, v souvislosti s podnikáním označuje jako obchodní jmění (dále jen "jmění"). Jměním podnikatele, který je právnickou osobou, je soubor jeho veškerého majetku a závazků.“

Hodnotu netto pak nalezneme v § 6, odst. 3 obchodního zákoníku, kde se vymezuje **čistý obchodní majetek**:

„Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.“

Hodnotu netto nalezneme také v § 6, odst. 4 obchodního zákoníku, kde je vymezen pojem **vlastní kapitál**:

„Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv.“

Čistý obchodní majetek se bude od vlastního kapitálu odlišovat zejména v rozdílném způsobu oceňování či v rozdílných položkách zahrnovaných do ocenění.

Pro oceňovatele je podstatné, že má-li úkol určit obchodní majetek, pak je tím pouze řečeno, že jeho úkolem je zjistit celkovou (brutto) hodnotu podniku, zatímco má-li určit čistý obchodní majetek, pak zjišťuje čistou (netto) hodnotu podniku.

1.1.4 Cena

Je termín používaný pro částku požadovanou, nabízenou nebo zaplacenou za zboží nebo službu. Prodejní cena je historickou skutečností, ať je zveřejněna nebo držena jako důvěrná. V důsledku finančních možností, motivací nebo speciálních zájmů daného kupujícího nebo prodávajícího cena zaplacená za zboží nebo službu může nebo nemusí mít nějaký vztah k hodnotě, kterou by tomuto zboží nebo službě mohli přisoudit ostatní. Cena je však obecně indikace relativní hodnoty přisouzené zboží nebo službě konkrétním kupujícím nebo prodávajícím za určitých podmínek [7].

1.1.5 Hodnota podniku

Hodnota v ekonomickém smyslu je chápána jako vztah mezi určitým subjektem a objektem za předpokladu racionálního chování. Ekonomická hodnota vyplývá ze dvou základních skutečností hospodářského života:

- lidské potřeby obecně nemají hranice,
- zdroje k uspokojení lidských potřeb jsou omezeny.

Ekonomicky pojímaná hodnota určitého statku má dvě základní stránky:

- Schopnost statku uspokojovat lidské potřeby tvoří jeho *užitnou hodnotu*, která závisí na možnostech využití, preferencích a záměrech konkrétního vlastníka daného předmětu. Pro různé vlastníky existuje různá užitná hodnota,
- pokud má statek užitnou hodnotu a zároveň je k dispozici v omezeném množství, může být předmětem směny a má tedy *směnnou hodnotu*. Ta vyjádřená v penězích vede k tržní ceně.

Hodnota podniku též závisí na *budoucím užitku*, který můžeme z držení podniku očekávat. Tyto užitky mohou mít nejrozumnější podobu a v zásadě je můžeme rozdělit na užitek povahy finanční a užitek, který ve finanční podobě bezprostředně vyjádřen není (např. společenské postavení). Z praktických důvodů je nutno omezit se pouze na užitek vyjádřený v penězích.

Hodnota podniku je dána očekávanými budoucími příjmy (buď na úrovni vlastníků, nebo na úrovni všech investorů do podniku) převedenými diskontovanými na jejich současnou hodnotu [7].

Hodnota podniku není objektivní vlastnost celku zvaného podnik, protože je založena na projekci budoucího vývoje. Jedná se tedy o odhad. Pokud tedy hodnota není objektivní vlastnost, nelze sestavit jednoznačný algoritmus, který by umožňoval hledanou hodnotu určit. Hodnota bude závislá jednak na účelu ocenění a jednak na subjektu, z jehož hlediska je určována.

1.1.6 Potenciál podniku

Pod slovem potenciál obecně chápeme souhrn schopností, celkovou možnost něco udělat. Potenciál je rozdílem mezi tím, co je, a tím, co má nebo může být.³ Potenciál je pravděpodobná změna, která vyvolává jednak odpor ke změně, jednak příležitost k umocnění potenciálu původního nebo ke vzniku potenciálu nového.⁴

Je nutné si uvědomit, že oceňování podniku nespočívá jen v dosazení podnikových čísel do nějakých vzorců, ale i odpovědně posoudit potenciál a perspektivu podniku.

1.2 Důvody pro ocenění

Podněty k ocenění mohou být velmi různorodé. V první řadě budeme rozlišovat, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví podniku, nebo nikoliv [7]:

a) Ocenění související s vlastnickými změnami, například:

- koupě a prodej podniku na základě smlouvy o prodeji podniku dle § 476 obchodního zákoníku,
- nepeněžitý vklad do obchodní společnosti dle § 59 obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s fúzí dle § 69a obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s rozdělením společnosti dle § 69c obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s nabídkou převzetí- § 183a a další obchodního zákoníku.

b) Ocenění pro případy, kdy nedochází k vlastnickým změnám, například:

- změna právní formy společnosti dle § 69d obchodního zákoníku,
- ocenění v souvislosti s poskytováním úvěru,

³ KAŠÍK, M., MICHALKO, M. a kol. *Podniková diagnostika*. 1. vyd. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9. str 171.

⁴ MIKOLÁŠ, Z. *Jak zvýšit konkurenceschopnost podniku. Konkurenční potenciál a dynamika podnikání*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 197 s. ISBN 80-247-1277-6. str 33.

- ocenění v souvislosti se sanací podniku.

U každého ocenění by mělo být jasně řečeno, z jakého podnětu vzniklo, o jakou kategorii hodnoty se jedná a jaká úroveň (hladina) hodnoty má být určena.

1.3 Základní přístupy k oceňování podniku

Rozlišujeme čtyři základní **přístupy k oceňování podniku**:

- tržní hodnota,
- subjektivní hodnota,
- objektivizovaná hodnota,
- komplexní přístup na základě kolínské školy.

1.3.1 Tržní hodnota

Tento přístup předpokládá existenci trhu s podniky, případně trh s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na tomto trhu existuje více kupujících a více prodávajících. Vytvářejí se tak podmínky pro vznik tržní ceny. Předmětem odhadu je pak potencionální tržní cena, kterou označujeme jako tržní hodnota.

Mezinárodní organizace pro oceňování International Standards Committee (IVSC) definuje tržní hodnotu takto:

*„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*⁵

Nesmíme ovšem zapomenout na ještě jeden předpoklad tržní hodnoty, a to je nejlepší možné využití, které je v mezinárodních oceňovacích standardech definováno jako:

*„Nejpravděpodobnější použití majetku, které je fyzicky možné, odpovídajícím způsobem oprávněné, právně přípustné, finančně proveditelné a které má za následek nejvyšší hodnotu oceňovaného majetku.“*⁶

Proces oceňování vyžaduje, aby oceňovatel udělal adekvátní a relevantní průzkum trhu. Musí získat veškerá významná data, zohlednit všechna související fakta. Žádné ocenění se neobejde bez vlastního úsudku oceňovatele. Zpráva však musí uvádět, do jaké míry oceňovatel zakládá podklady pro odhad tržní hodnoty na faktech o trhu, nebo zda je odhad do větší míry založen na vlastním úsudku oceňovatele.

⁵ International Valuation Standards 2000, str. 92 (kapitola International Valuation Standard 1, odst. 3.1).

⁶ International Valuation Standards 2000, str. 37 (kapitola General Valuation Concepts and Principles, odst.6).

V každém případě však platí, že oceňování majetku založené na trhu předpokládá činnost trhu, na kterém k transakcím dochází, bez omezení mimotržními silami.

Tržní hodnota by měla být výsledkem ocenění zejména při:

- uvádění podniku na burzu,
- prodeji podniku, kdy zatím není znám konkrétní kupující a stávající vlastník chce odhadnout, za kolik by mohl podnik pravděpodobně prodat.

1.3.2 Subjektivní ocenění

Přístup vychází z poznatku, že fixní aktiva bývají jedinečná, prodávají se méně často a na trzích, které jsou méně formální, a tím i méně účinné než u kótovaných cenných papírů. Tyto skutečnosti platí ještě ve větší míře pro celé podniky. Na podnik jako celek je třeba pohlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. Prioritou při stanovení hodnoty podniku je individuální názor účastníků transakce, například kupujícího. Hodnota je dána očekávanými užitky z majetku pro konkrétního kupujícího, prodávajícího, stávajícího vlastníka apod.

Pro ocenění z pohledu konkrétního subjektu se zavedl pojem subjektivní hodnota. Mezinárodní oceňovací standard tuto označuje jako investiční hodnota a je definována takto:⁷
„ Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem, skupinou investorů nebo jednotou s určitými investičními cíli a/nebo kritérii. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku.“

Je třeba si uvědomit, že vliv manažerů oceňovaného podniku při procesu oceňování je významný. Na základě jejich představ jsou téměř výhradně odhadovány budoucí peněžní toky, popřípadě jsou mírně upraveny obvykle směrem dolů. Pokud tedy oceňovatel vyvozuje budoucí peněžní toky v rozhodující míře z podkladů (finančního plánu) poskytnutých samotným podnikem, aniž by odpovídajícím způsobem testoval jeho přiměřenost, pak není oprávněn označit takové ocenění za tržní hodnotu. Investiční hodnota je tedy v rozhodující míře dána subjektivními názory a představami a případně konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

⁷ International Valuation Standards 2000, str. 106 (kapitola International Valuation Standard 2, odst. 3.4).

1.3.3 Objektivizovaná hodnota

Je jistým protikladem subjektivní hodnoty. Subjektivní hodnotu si často finančně vzdělanější vlastník nebo zájemce o koupi je schopen vypočítat sám. Profesionální odhadci ovšem pracují s pojmem „objektivizovaná“ hodnota. Tato hodnota by měla být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech a při jejím výpočtu by měly být dodrženy určité zásady a požadavky. Cílem je dosáhnout co největší reprodukovatelnosti ocenění. Tyto zásady jsou následující [7]:

- **udržovat substanci**- objektivní ocenění vyžaduje, aby z podniku bylo vybíráno jen tolik peněžních prostředků, aby nebyla ohrožena její majetková podstata (substance),
- **volný zisk**- ocenění je založeno na volném zisku, tzn. na té části, kterou mohu vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku,
- **nepotřebný majetek**- majetek podniku je rozdělen na část nezbytnou pro vlastní provoz a část ostatní. Výnosové ocenění se týká především té části, která je nezbytná. Ostatní majetek je oceňován samostatně,
- **možnosti změn v podniku**- při ocenění se vychází z podniku, jak „stojí a leží“ v okamžiku ocenění. Předpokládá se pokračování v podnikání v rámci dosavadního konceptu,
- **metoda**- měla by být jasná a jednoznačná. Jednoznačnost znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problémů zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky. Proto je dávana přednost kombinované majetkové a výnosové metodě,
- **management**- v rámci objektivizované hodnoty předpokládáme, že dosavadní management přetrvá,
- **zdanění**- doporučuje se zohlednit i daně na úrovni vlastníka.

Koncepce objektivizované hodnoty v prvním stupni bere v úvahu jen všeobecně uznávané skutečnosti, které jsou relevantní k datu ocenění. V druhém stupni se pak přihlíží k faktům, která mají vliv na ocenění (obecná očekávání) a až ve třetím stupni lze do ocenění promítnout ryze subjektivní hlediska.

1.3.4 Kolínská škola

Zastánci této školy považují za reálné východisko pro ocenění většiny podniků subjektivní ocenění. V základním případě (nákup a prodej podniku), je východiskem subjektivní hodnota konkrétního prodávajícího a na druhé straně subjektivní hodnota konkrétního kupujícího. Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele [7]:

- poradenská funkce,

- rozhodčí funkce,
- argumentační funkce,
- komunikační funkce,
- daňová funkce.

Za nejdůležitější považujeme funkci **poradenskou**, kdy jsou určeny tzv. hraniční hodnoty, které vymezují prostor pro vlastní cenové jednání. Poskytují informace o maximální ceně, kterou ještě může zaplatit kupující, aniž by na transakci prodělal, a naopak minimální cenu, kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji prodělal. V **rozhodčí** funkci by oceňovatel měl nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí, která by určitým způsobem vyvažovala hodnotové pohledy a zájmy účastníků transakce. Ve funkci **argumentační** hledá oceňovatel argumenty, které mají zlepšit pozici dané strany a slouží jí jako podklad pro jednání. Ve funkci **komunikační** poskytuje oceňovatel podklady pro komunikaci s veřejností, s investory a bankami. Účelem funkce **daňové** je poskytnout podklady pro daňové účely.

1.4 Právní úprava oceňování podniků

Oceňování podniku je v České republice upraveno zákonem č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů. Je základním předpisem pro oblast podnikání a upravuje postavení podnikatelů, obchodní závazkové vztahy, jakož i některé jiné vztahy s podnikáním související. Kromě výše zmíněné úpravy, kde jsou dány zákonné předpoklady pro oceňování podniku, je nutno také ještě zmínit zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku, ve znění pozdějších předpisů. Zákon upravuje způsoby oceňování věcí, práv a jiných majetkových hodnot a služeb pro účely stanovené zvláštními předpisy. Jsou zde upraveny způsoby oceňování majetku, tedy nemovitostí- stavby, pozemky, trvalé porosty, dále majetkových práv, cenných papírů, ostatního majetku.

Dále je třeba zmínit vyhlášku č. 540/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů. Tato vyhláška stanoví ceny, koeficienty, přírážky a srážky k cenám a postupy při uplatnění způsobů oceňování věcí, práv, jiných majetkových hodnot a služeb. Je zde upraveno oceňování nákladovým způsobem, výnosovým a porovnávacím způsobem. Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, který upravuje mimo jiné způsoby oceňování majetku. Oceňování podniků je v současnosti výrazně sladěno s evropskou legislativou a při jeho aplikaci jsou využívány zásady vyplývající z mezinárodních oceňovacích standardů – International Valuation Standards.

1.5 Postup při oceňování podniku

Před zahájením prací na ocenění je nezbytné si vyjasnit, z jakého důvodu bude ocenění prováděno a jaká hodnota by měla být výsledkem ocenění. Volba technik je následně podřízena funkcím, které by ocenění mělo splnit. Ať už zvolíme jakýkoli přístup i metodu ocenění, lze doporučit obecný postup pro oceňování podniku, jež by měl v začátcích práce zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku. Tyto nám poslouží k posouzení celkového stavu podniku, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu. Teprve na základě těchto analýz bychom měli zvolit vhodné metody ocenění a pomocí nich stanovit hodnotu podniku. Výše popsany postup je nutné modifikovat dle konkrétních podmínek, v obecné rovině může mít tuto podobu [5]:

- 1. Specifikace cíle ocenění, formulace zadání,**
- 2. Sběr vnějších a vnitřních informací,**
 - okolí podniku- makroprostředí a mikroprostředí,
 - podnik- minulost (3-5 let), současnost, budoucnost (3-5 let).
- 3. Strategická analýza (3-5 let),**
- 4. Finanční analýza (3-5 let),**
- 5. Sestavení finančního plánu,**
- 6. Ocenění,**
 - výběr metod ocenění ve vazbě na cíl práce,
 - aplikace zvolených metod ve vazbě na účel ocenění,
 - souhrnné ocenění.
- 7. Závěr- výrok o hodnotě podniku k datu ocenění.**

1.5.1 Specifikace cíle ocenění

Konkretizace cíle práce je jedním z klíčových problémů, se kterým se potýká zpracovatel, neboť cíl práce se stává vodítkem pro výběr modelů, se kterými se pak následně pracuje. Je naprosto nezbytné vymezit si subjekty, pro které je ocenění připravováno, dále jaká hodnota bude hledána, a také k jakému účelu je ocenění prováděno.

1.5.2 Sběr vstupních dat

Pro kvalitní ocenění je nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale i rovněž z prostředí, ve kterém podnik funguje, tj. o makroekonomickém prostředí a o odvětví, do kterého podnik patří. Potřebná data lze rozdělit do následujících skupin [7]:

- *základní data o podniku*- data identifikující podnik, název, právní forma, IČ, předmět podnikání, informace o historii podniku,

- *ekonomická data*- účetní výkazy za poslední období, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány,
- *relevantní trh*- vymezení trhu, na kterém se podnik pohybuje, velikost a vývoj tohoto trhu, segmentace trhu, faktory vývoje trhu,
- *konkurenční struktura relevantního trhu*- hlavní přímí konkurenti a data o nich, možné substituty výrobků a data o nich, bariéry vstupu do odvětví,
- *odbyt a marketing*- hlavní produkty, jejich hodnocení a srovnání s konkurencí, ceny, cenová politika, reklama, výzkum a vývoj,
- *výroba a dodavatelé*- řízení kvality, certifikáty kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku, dodavatelé,
- *pracovníci*- struktura pracovníků, situace na trhu práce, atmosféra na pracovišti, produktivita práce, personální náklady.

Zpracovatel by se měl pokusit získat veškerá dostupná data, neboť čím více informací o oceňovaném podniku a jeho okolí získá, tím stanovená hodnota podniku bude přesnější.

1.5.3 Strategická analýza

Strategická analýza by měla být provedena vždy, neboť je jednou z klíčových fází oceňovacího procesu. Její hlavní funkcí je vymezit celkový výnosový potenciál oceňovaného podniku. Výnosový potenciál podniku je závislý na potenciálu vnějším a na vnitřním, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál lze souhrnně vyjádřit šancemi a riziky, které nabízí podnikatelské prostředí, ve kterém se pohybuje oceňovaný podnik. Při analýze vnitřního potenciálu jde o to zjistit, do jaké míry je podnik schopen využít šance vnějšího prostředí a čelit jeho rizikům. Vnitřní potenciál podniku je souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu [7].

Strategická analýza se významnou měrou podílí na věrohodnosti výsledného ocenění. Její výsledky by měly být konkrétní a také by měla znát odpovědi na to, jaké jsou perspektivy podniku z dlouhodobého hlediska, jaký vývoj trhu, konkurence, vývoj podnikových tržeb lze očekávat a jaká rizika jsou s podnikem spojena.

Typologie podnikatelského prostředí dělí prostředí na 3 oblasti [4]:

- makroprostředí,
- mezzoprostředí,
- mikroprostředí.

1.5.3.1 Makroprostředí podniku

Makroprostředí a jeho vývoj má zásadní význam na výkonnost podniků, které v něm fungují. Podnik v tomto kontextu je ovlivňován řadou vlivů, jedná se především o politické, ekonomické, technologické a sociální prostředí. Zpracovatel hodnotí následující ukazatele: tempo růstu HDP, fiskální politika státu, vývoj peněžní nabídky, vývoj úrokových sazeb, vývoj devizových kurzů, vývoj inflace, ekonomické a politické šoky.

Makroprostředí je tedy odrazem celospolečenských hospodářských pohybů a změn vytvářejících celkové národohospodářské a podnikatelské klima.

1.5.3.2 Mezzoprostředí podniku- analýza a prognóza relevantního trhu

Strategická analýza se následně zaměřuje na vymezení trhu, který je příslušný pro daný podnik. Je nutné získat základní data o tomto trhu a posoudit jeho atraktivitu tak, aby bylo možno následně zpracovat prognózu dalšího vývoje tohoto trhu. Základními daty se rozumí odhad velikosti tohoto trhu, jeho vývoj v čase (alespoň 5 posledních let) a případná segmentace tohoto trhu. Velikost trhu by měla být odhadována především na základě velikosti poptávky, tj. na základě celkového prodeje a spotřeby. Data o relevantním trhu jsou velmi důležitá, neboť poskytují první informaci o vývojových tendencích. Dosavadní tempo rozvoje trhu je výchozí základnou pro odhad temp budoucích, a tím i pro prognózu tržeb oceňovaného podniku.

Analýza aktivity by měla přispět k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem a poskytnout podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Při hodnocení atraktivity trhu bychom se měli zaměřit na faktory, které jsou důležité z hlediska poptávky a možností prodeje. V úvahu přichází faktory růstu trhu, velikosti trhu, intenzitě přímé konkurence, průměrné rentability, bariér vstupu, citlivosti trhu na konjunkturu a strukturu a charakteru zákazníků. Při posuzování těchto faktorů můžeme využít jednoduché bodovací metody s přiřazením různé významnosti jednotlivým faktorům. Výsledkem pak bude výrok, zda se tento trh jeví i do budoucna perspektivní a zda atraktivita tohoto trhu zajišťuje určitý růst tržeb podniku.

Na analýzu by měla navázat prognóza vývoje trhu jako celku. Neexistuje univerzální postup při sestavení prognózy, je nutné jej modifikovat dle typu ocenění. U subjektivního ocenění prognóza vychází z individuálního názoru oceňovatele, kdežto u objektivizovaného ocenění prognóza vychází ze současného stavu, případně z tendencí dalšího vývoje. Nejčastěji se v praxi používá ocenění tržní, které vyžaduje, aby prognóza vycházela z názorů zastávaných odbornou veřejností, i když v ČR je tato situace spíše výjimečná. Odhadce

informace potřebné k prognóze může získat prostřednictvím oficiálních institucí a analýzou hlavních faktorů, mezi které lze zařadit faktory národohospodářské, obecné faktory poptávky (příjmy na obyvatele, ceny apod.) a faktory specifické pro konkrétní skupinu produktů (módní trendy, spotřební zvyklosti apod.).

1.5.3.3 Mikroprostředí- analýza potenciálu podniku a jeho konkurenční síly

Každý podnik disponuje určitým vnitřním potenciálem, jež můžeme vyjádřit jako souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek, který podnik činí konkurenceschopným. Důležitou součástí analýzy vnitřního potenciálu je tedy analýza konkurence oceňovaného podniku, která si klade za cíl odhadnout vývoj tržních podílů oceňované firmy do budoucnosti.

Pro zpracování analýzy konkurenční síly se nejdříve doporučuje stanovit tržní podíl oceňovaného podniku, což není v praxi vždy možné, proto lze použít kvalifikovaného odhadu. Následující krok se zaměří na identifikaci hlavních konkurentů a získání co největšího rozsahu informací o nich. Výstupem identifikace konkurentů by mělo být shrnutí základních parametrů jejich hospodaření a jejich srovnání s oceňovaným podnikem. Následuje analýza vnitřního potenciálu podniku a jeho konkurenční síly, která posuzuje, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je účinně schopen čelit konkurenci a možným hrozbám. Je také třeba vyhodnotit konkurenční sílu oceňovaného podniku vůči hlavním konkurentům. Výsledky této analýzy by se měly promítnout do posouzení perspektivnosti podniku a odhadu vývoje tržního podílu podniku.

1.5.4 Finanční analýza

Součástí prací při oceňování podniku je finanční analýza. Její úlohou je poskytnout informaci o finančním zdraví podniku, tj. v jakém stavu se nachází k okamžiku ocenění a co lze očekávat v budoucnosti. Slouží také pro identifikaci a zhodnocení míry rizika plynoucího z fungování podniku v budoucnosti. Výsledky analýzy jsou nezbytné pro rozhodování manažerů podniku, pracovníky úvěrových oddělení bank, znalce, odhadce a auditory.

Postup finanční analýzy v rámci ocenění je následující [7]:

1. prověříme úplnost a správnost vstupních údajů,
2. sestavíme analýzu základních účetních výkazů,
3. spočítáme a vyhodnotíme poměrové ukazatele,
4. zpracujeme souhrnné zhodnocení dosažených poznatků.

1.5.4.1 Základní vstupní zdroje informací

Finanční analýza především čerpá informace z účetní závěrky podniku, jejíž obsah je závazně upraven opatřením Ministerstva financí, které vychází ze zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů. Účetní závěrka je nedílný celek a tvoří ji: ⁸

- rozvaha (balance),
- výkaz zisků a ztrát,
- příloha- vysvětluje a doplňuje informace obsažené v předešlých dvou výkazech.

Příloha obsahuje obecné údaje o účetní jednotce, informace o účetních metodách, obecných účetních zásadách a způsobech oceňování, doplňující informace k rozvaze a výkazu zisku a ztrát a výkaz o peněžních tocích. Příloha také obsahuje také informace o výši splatných závazků pojistného na sociální zabezpečení a příspěvku na státní politiku zaměstnanosti, o výši splatných závazků veřejného zdravotního pojištění a o výši evidovaných daňových nedoplatků u místně příslušných finančních orgánů. Tvoří tedy podstatnou součást účetní závěrky a měla by jí být věnována patřičná pozornost.

Pro zpracování finanční analýzy může sloužit i výroční zpráva, jejíž obsah podléhá ověření auditora, tj. s ohledem na správnost vykazovaných dat a shodu s účetní závěrkou. Zhotovují ji účetní jednotky podléhající auditu a jejím účelem je uceleně, vyváženě a komplexně informovat o vývoji jejich výkonnosti, činnosti a stávajícím hospodářském postavení. ⁹

Účetní závěrka podniku a výrok auditora podléhají tzv. zveřejňovací povinnosti. Způsoby zveřejňování účetní závěrky a výroční zprávy upravuje § 21a zákona o účetnictví.

Jedním z významných dokumentů, které tvoří nedílnou součást podkladů při přípravě ocenění podniku, je audit. Audit potvrzuje vykázaný výsledek hospodaření za věrohodný a správný. Cílem auditu je vyjádřit názor auditora na účetní závěrku, jehož postavení a činnost je odbornou nezávislou činností, při které se řídí obecně závaznými předpisy, statutem Komory auditorů ČR, jakož i jejími řády.

1.5.4.2 Rozvaha

Z pohledu finanční analýzy je rozvaha nejdůležitějším zdrojem informací. Podává celkový přehled o aktivech a pasivech podniku k určitému okamžiku. Jedná se tedy o stavový výkaz. Aktiva představují majetek, kterým podnik disponuje, pasiva zdroje kapitálu, ze kterých jednotlivé majetkové části byly pořízeny. Z hlediska oceňovatele je důležité mít

⁸ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, § 18, odst. 1.

⁹ Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů, § 21, odst. 1.

k dispozici rozvahy za více období, aby bylo možno posuzovat tendence, které se zde projevují. Základní vztah v rozvaze lze vyjádřit prostřednictvím rovnice [5]:

$$\text{aktiva} = \text{vlastní kapitál} + \text{dluhy} \quad (1.1)$$

Aktiva jsou vložené prostředky, které vznikly na základě minulých rozhodnutí a od nichž se očekává, že podniku budou přinášet určitý ekonomický efekt. V rozvaze je majetek uspořádán z pohledu funkce, kterou v podniku plní, z pohledu času, po který je vázán a využíván a z pohledu likvidity. První položkou na straně aktiv jsou pohledávky za upsaný základní kapitál. Dále se majetek dělí na tři základní skupiny- na stálá aktiva, krátkodobý oběžný majetek a přechodná aktiva.

Stálá aktiva mají také svou vnitřní strukturu, obsahují tři kategorie dlouhodobého majetku- nehmotný, hmotný a finanční majetek, k němuž má podnik vlastnické právo nebo právo hospodaření. Podstatnými rozlišovacími znaky jsou dlouhodobá vázanost v podniku (doba použitelnosti v podniku je delší než 1 rok) a opotřebení využívání těchto aktiv pro podnikání je vyjadřováno formou odpisů.

Oběžný majetek tvoří zásoby, pohledávky, finanční majetek. Jedná se o krátkodobý majetek a v podniku se vyskytuje ve dvou základních podobách, a to v podobě věcné (suroviny, materiál apod.) a peněžní (peníze v pokladně, na účtu). Oběžný majetek je uspořádán z pohledu likvidity od nejméně likvidních(zásoby) k nejlikvidnějším majetkovým částem (finanční majetek). Ostatní aktiva zahrnují dohadné účty aktivní a časové rozlišení aktiv.

Pasiva se člení na dvě základní skupiny zdrojů, z nichž podnik financuje své majetkové části. Jedná se o vlastní kapitál a dluhy, tj. cizí zdroje.

Vlastní kapitál je rozdělen mezi aktivity a dluhy (cizími zdroji). Je tvořen několika základními částmi. Prvním z nich je základní kapitál, jež vyjadřuje původní přímou investici vlastníků do podnikatelské činnosti a jež se obsahově liší dle právní formy podnikání. Dalšími částmi tvořící vlastní kapitál jsou kapitálové fondy, hospodářský výsledek minulých let a hospodářský výsledek běžného účetního období.

Dluhy jsou stávající závazky podniku, které vznikly v minulosti a které naopak v budoucnosti budou ekonomický efekt dosažený zapojením aktiv do podnikatelské činnosti podniku snižovat. Podnik za zapůjčení platí cenu- úrok. Základní strukturu cizího kapitálu tvoří rezervy (zákonné a ostatní rezervy), dlouhodobé a krátkodobé závazky, bankovní úvěry a finanční výpomoci a ostatní pasiva.

Oceňovatele bude zajímat především stav a vývoj bilanční sumy, struktura aktiv a pasiv a jejich vývoj, dále bude sledovat relaci mezi složkami aktiv a pasiv, například

velikost dlouhodobého majetku a dlouhodobých pasiv. Struktura rozvahy je uvedena v příloze č.1.

1.5.4.3 Výkaz zisků a ztrát

Obsah účetního výkazu zisku a ztrát je rozdíl výnosů a nákladů, tj. výsledek hospodaření. Výkaz vyjadřuje, jak byl podnik úspěšný z hlediska využívání majetku a zdrojů, které měl v hodnoceném období k dispozici. Vyjadřuje, zdali podnik dosáhl v daném období zisk či ztrátu. Hospodářský výsledek vzniká postupně v části provozní, finanční a mimořádné.

Provozní hospodářský výsledek získáme jako rozdíl provozních výnosů a provozních nákladů. Tvoří základ hospodářského výsledku v průmyslových podnicích a platí, že by měl být kladný. Měl by být v popředí zájmu, protože dává obraz o tom, co skutečně podnik vyprodukoval z instalované výrobní kapacity. Finanční hospodářský výsledek získáme analogií předchozího postupu, jen bereme v úvahu finanční výnosy a náklady. V praxi bývá tento výsledek záporný, neboť rozhodující složkou jsou zde nákladové úroky. Mimořádný výsledek tvoří rozdíl mezi mimořádnými výnosy a náklady a zachycuje veškeré mimořádné okolnosti, které se v podniku ve sledovaném období vyskytly. Sečtením dílčích hospodářských výsledků získáme hospodářský výsledek za účetní období. Tento výsledek podléhá zdanění dle zákona o daních z příjmů.

Pro oceňovatele je důležité zjistit, do jaké míry výsledky hospodaření odpovídají skutečnému vývoji, neboť do samotného vykazování výsledků se promítá účetní politika společnosti. Jedná se o způsoby odepisování, tvorbu a čerpání rezerv apod. Struktura výkazu zisků a ztrát je uvedena v příloze č. 2.

1.5.4.4 Výkaz peněžních toků

Výkaz peněžních toků (cash flow) je dalším významným výkazem k získání důležitých informací pro zpracování finanční analýzy. Podává souhrnný přehled o tom, jak podnik v daném období peníze získával a nač je používal. Na rozdíl od výkazu zisku a ztrát jsou v něm podchyceny příjmy a výdaje. Posláním cash flow je zachytit, kde peněžní prostředky vznikly a jak byly podnikem použity. Orientuje se na určení zdrojů a užití peněžních prostředků, příp. jejich ekvivalentů za určité období. Účelem výkazu je tedy jednak popsat vývoj finanční situace za sledované období, jednak identifikovat příčiny změn ve finanční situaci podniku.

Pro sestavení výkazu cash flow lze použít buď metodu přímou, nebo nepřímou metodu. Přímá metoda se opírá především o sled toku peněžních prostředků a peněžních ekvivalentů za dané období. V České republice se ve větší míře sestavuje výkaz peněžních

toků nepřímou metodou, která vychází ze změn v rozvaze, nepeněžních transakcí a dalších operací prováděných podnikem. Výkaz rozlišuje část provozní, navazuje část investiční a jako poslední se uvádí část finanční.

Provozní část tvoří provozní toky, které vycházejí ze zisku z běžné činnosti před zdaněním. Tento zisk je dále upraven o nepeněžní operace, například o odpisy stálých aktiv, opravné položky, výplatu dividend a výnosové úroky. Na takto stanovený peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním navazuje část, která sleduje změny v pracovním kapitálu, tj. změnu stavu pohledávek z provozní činnosti, krátkodobých závazků z provozní činnosti a změnu stavu zásob. Čistý peněžní tok z provozní činnosti vznikne po odečtení daně z příjmů a dalších analogických položek a je důkazem toho, že podnik byl schopen vyprodukovat ze své hlavní činnosti více peněžních prostředků než spotřeboval, a tím si zajistil dostatek prostředků na další provoz a rozvoj podniku.

Peněžní toky z investiční činnosti tvoří výdaje spojené s pořízením stálých aktiv, půjčky a úvěry spřízněným osobám. Kladný peněžní tok je v této části je spojen především s odprodejem stálých aktiv.

Poslední část tvoří peněžní toky z finanční činnosti. Zvýšení peněz a peněžních prostředků je zde spojeno především se zvýšením krátkodobých a dlouhodobých závazků, se zvýšením základního jmění, s přijatými dividendami a podíly na zisku.

1.5.4.5 Ukazatele finanční analýzy

Absolutní ukazatele

Výše popsané účetní výkazy obsahují údaje, které se označují jako absolutní ukazatele. Tyto tvoří základní východisko rozboru. Každá analýza jako první krok zpracovává vertikální a horizontální rozbor absolutních údajů. Při analýze horizontální v čase porovnáváme jednotlivé položky, zjišťujeme, o kolik se absolutně změnila konkrétní položka, tj. rozdíl základního a běžného období, a dále, kolik tato změna činí v procentech. Na tuto analýzu navazuje analýza vertikální, neboli rozbor struktury vyjádřené v procentech. Zabývá se jen jedním obdobím, ve kterém zkoumá, jak se na určité globální veličině podílely veličiny dílčí.

Dále se lze z absolutních ukazatelů dopočítat tzv. rozdílových ukazatelů, z nichž za jeden z klíčových lze označit **ukazatel čistého pracovního kapitálu**. Základní rovnice pro výpočet čistého pracovního kapitálu [5]:

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{KrdZ}, \quad (1.2)$$

$$\text{nebo } \text{ČPK} = (\text{VK} + \text{DlhZ}) - \text{SA}. \quad (1.3)$$

Podstatou pracovního kapitálu je, že reprezentuje část oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu, tzn. je to velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázána na krátkodobé závazky. Každý podnik potřebuje tento čistý pracovní kapitál, aby byla zajištěna potřebná míra likvidity.

Poměrové ukazatele

Poměrové ukazatele slouží pro analýzu vzájemných vazeb a souvislostí mezi ukazateli, kdy dáváme jednotlivé absolutní hodnoty do vzájemných poměrů. Analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů je všeobecně užívána a má univerzální použitelnost. Poměrové ukazatele bývají v literatuře nejčastěji rozděleny do následujících skupin ukazatelů-ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, likvidity a kapitálového trhu.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům (majetku), kapitálu (vlastní kapitál), nebo k tržbám. Tento blok ukazatelů rentability by měl vždy obsahovat minimálně pět následujících poměrových ukazatelů, jsou to [5]:

- I. **Rentabilita vloženého kapitálu (ROI- *return on investment*)** = zisk/investovaný kapitál (1.4)

Ukazatel slouží k měření efektivnosti dlouhodobě investovaného kapitálu. Vyjadřuje, kolik Kč zisku připadá na 1 Kč dlouhodobých zdrojů.

- II. **Rentabilita úhrnných vložených prostředků (ROA- *return on assets*)**
= zisk/aktiva (1.5)

Je to základní ukazatel rentability. Pokud je používán ve tvaru EBIT¹⁰, pak se často hovoří o produkční síle. Jedná se v tomto smyslu o nejkompexnější ukazatel, který měří, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti.

- III. **Rentabilita vlastního kapitálu (ROE- *return on equity*)** = zisk/vlastní kapitál (1.6)

Měří výnosnost vlastního kapitálu, tj. kolik zisku připadá na 1 Kč vlastního kapitálu.

- IV. **Rentabilita tržeb (ROS- *return on sales*)** = zisk/tržby (1.7)

- V. **Ekonomická přidaná hodnota (EVA- *economic value added*)** (1.8)

= NOPAT – WACC x C, kde NOPAT je čistý provozní zisk po zdanění, WACC jsou průměrné náklady kapitálu a C je celkový investovaný kapitál.

Podstatou je, že hodnota ukazatele EVA by měla být kladná. Jedině tehdy vzniká přidaná hodnota zvyšující hodnotu podniku původní.

¹⁰ EBIT- *earnings before interest and tax*, tj. zisk před úhradou úroků a daně z příjmů.

Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části. Zde lze pracovat s ukazateli dvojího typu, a sice s ukazateli počtu obrátů nebo dobou obratu. Jinak řečeno, jde o hodnocení vázanosti kapitálu v aktivech. V prvním případě vypočtené číslo informuje o počtu obrátek za rok, v druhém případě pak o počtu dní. Konstrukce ukazatelů pracuje s jednotlivými majetkovými částmi, které jsou poměřovány buď k tržbám, někdy k výnosům, event. jiným rozvrhovým skupinám. Nejčastěji se lze setkat s následujícími ukazateli aktivity [5]:

$$\text{I. Obrat aktiv} = \text{tržby} / \text{aktiva} \quad (1.9)$$

Obrat aktiv patří vedle rentability tržeb k jednomu z klíčových ukazatelů efektivnosti. Je měřítkem celkového využití majetku. Někdy se ukazatel používá v opačném tvaru, pak se jedná o ukazatel vázanosti aktiv. Ukazatel obratu aktiv by měl být co nejvyšší, tj. minimálně roven 1.

$$\text{II. Relativní vázanost dlouhodobého hmotného majetku (turnover of fixed assets ratio)} = \text{dlouhodobý majetek} / \text{tržby} \quad (1.10)$$

Měří, do jaké míry se daří zvyšovat objem tržeb bez dalšího rozšiřování kapacity měřené dlouhodobým majetkem. Žádoucí je, aby tento ukazatel v čase klesal, neboť jedině tehdy roste účinnost, zjednodušeně řečeno, podnik na stejném zařízení vyrobil větší objem tržeb.

$$\text{III. Obrat zásob (inventory turnover)} = \text{tržby} / \text{zásoby} \quad (1.11)$$

Pro přesnější vyjádření obratu zásob se často počítá namísto tržeb s denními náklady, resp. s denní spotřebou, je-li dostatek informací, může být obrat zásob propočítán pro jednotlivé kategorie zásob.

$$\text{IV. Obrat pohledávek (average collection period)} = \text{tržby} / \text{pohledávky} \quad (1.12)$$

Ukazatel měří, kolikrát za rok se pohledávky promění v pohotové peněžní prostředky. Obrácená hodnota reprezentuje dobu inkasa pohledávek.

Doba obratu nám odráží počet dní (příp. let), po který trvá jedna obrátka. Tyto ukazatele nám pak vyjadřují, po jakou dobu jsou peněžní prostředky vázány v té které formě majetku, například doba inkasa pohledávek, což je počet dní, které uplynou mezi vystavením faktury za prodej zboží a služeb a okamžikem připsání hotovosti na účet podniku pohledávek. Nejčastěji vyjadřujeme [6]:

$$\text{V. Doba obratu aktiv} = \text{aktiva} / \text{tržby} / 360 \quad (1.13)$$

$$\text{VI. Doba obratu zásob} = \text{zásoby} / \text{tržby} / 360 \quad (1.14)$$

$$\text{VII. Doba inkasa pohledávek} = \text{pohledávky} / \text{tržby} / 360 \quad (1.15)$$

$$\text{VIII. Doba úhrady krátkodobých závazků} = \text{krátkodobé závazky} / \text{tržby} / 360 \quad (1.16)$$

Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti charakterizují jednak zadluženost vlastního kapitálu, jednak základní proporce vlastního a cizího kapitálu. Jedná se tedy o ukazatel celkové zadluženosti, jež v podstatě vyjadřuje míru věřitelského rizika, ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, jež vyjadřuje míru finančního rizika, a pak také vyjadřujeme tzv. úrokové krytí, tedy určitý bezpečnostní polštář pro věřitele. Ukazatele pak mají podobu [5]:

$$\text{I. Celková zadluženost (debt ratio) = celkové dluhy / celková aktiva} \quad (1.17)$$

$$\text{II. Zadluženost vlastního kapitálu (debt equity) = cizí zdroje / vlastní kapitál} \quad (1.18)$$

$$\text{III. Úrokové krytí (interest colerage) = EBIT / úroky} \quad (1.19)$$

Ukazatele zadluženosti informují o úspěšnosti práce managementu při získávání dodatečných zdrojů pro financování podniku.

Ukazatele likvidity

Při hodnocení výkonnosti podniku je likvidita nedílnou složkou hodnocení. Likviditou rozumíme schopnost podniku dostát svým závazkům, neboť podnik nemůže být jen rentabilní, ale současně musí disponovat dostatečnou hotovostí a ostatními likvidními aktivy, aby byl schopen v daný čas a v daném rozsahu dostát svým závazkům.

Při hodnocení ukazatelů likvidity je důležité uvědomit si skutečnost, že oběžný majetek neprodukuje žádný zisk, naopak v oběžném majetku má podnik své zdroje vázány. Úroveň likvidity je dána nejen rozsahem krátkodobých závazků, ale i makroekonomickým prostředím, šíří sortimentu, technologií využívanou v podniku, délkou výrobního cyklu apod.

Při konstrukci ukazatelů likvidity se v čitateli vychází z oběžného majetku, který je uspořádán z pohledu likvidity, tj. od nejméně likvidních zásob přes pohledávky až po nejlikvidnější „peníze“. Ve jmenovateli se pak vyjadřují krátkodobé závazky. Základní ukazatele, se kterými se lze setkat [5]:

$$\text{I. Běžná likvidita (current ratio) = oběžný majetek / krátkodobé závazky}^{11} \quad (1.20)$$

Tento ukazatel je třeba používat obezřetně, neboť jsou v něm zahrnuty i zásoby, jež mohou tvořit podstatnou část oběžných aktiv, avšak nemusejí být příliš likvidní.

$$\text{II. Pohotová likvidita (quick asset ratio) = oběžný majetek - zásoby / krátkodobé závazky} \quad (1.21)$$

Tento ukazatel likvidity je již přesnější, neboť neobsahuje položku zásob, obsahuje však položku pohledávek a zde je pak důležité, nakolik jsou tyto pohledávky kvalitní a tedy likvidní.

¹¹ Krátkodobé závazky tvoří součet tří položek, a to krátkodobé závazky z obchodního styku, krátkodobé bankovní úvěry a finanční výpomoci.

$$\text{III. Okamžitá likvidita (cash positron ratio)} = \frac{\text{peněžní prostředky}}{\text{okamžitě splatné závazky}} \quad (1.22)$$

Je nejpřesnějším ukazatelem, neboť vyjadřuje schopnost uhradit krátkodobé závazky právě v tomto okamžiku.

$$\text{IV. Podíl pracovního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{WC}^{12}}{\text{aktiva}} \quad (1.23)$$

U tohoto ukazatele sledujeme především vývojové tendence, tj. jak se vyvíjí podíl pracovního kapitálu na aktivech celkem, případně pak porovnáváme tento ukazatel s jinými srovnatelnými podniky.

Ukazatele kapitálového trhu

Součástí finanční analýzy v podmínkách tržní ekonomiky je analýza poměrových ukazatelů opírajících se o informace kapitálového trhu. O tuto část se zajímají zejména akcionáři, jejichž primárním zájmem je, zda jejich investice v podniku zajistí přiměřenou návratnost. Akcionář se zajímá o dvě skutečnosti, a to o výplatu dividend a dále o růst ceny akcie, která byla předmětem jeho investice. Do skupiny ukazatelů kapitálového trhu patří [5]:

$$\text{I. P/E (price earnings ratio)} = \frac{\text{tržní cena akcie v Kč}}{\text{čistý zisk na akcii (EPS)}} \quad (1.24)$$

Ukazatel na jedné straně vypovídá o době návratnosti investice, na druhé straně o rentabilitě této investice. Je využíván, mimo jiné, jako indikátor očekávané ceny akcie.

$$\text{II. EPS (earnings per share)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet akcií}} \quad (1.25)$$

EPS informuje akcionáře o velikosti zisku na 1 akcii, který by případně mohl být vyplacen ve formě dividendy, v případě, že podnik nemá žádné investiční příležitosti.

$$\text{III. BV (book value per share)} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet akcií}} \quad (1.26)$$

Ukazatel představuje hodnotu vlastního kapitálu v přepočtu na 1 akcii. Pro „zdravé“ podniky platí, že hodnota BV v čase roste.

$$\text{IV. Dividendový výnos (dividend yield)} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{tržní cena akcie}} \quad (1.27)$$

Ukazatele dividendového výnosu charakterizují, jakého zhodnocení dosáhne akcionář při stávající výplatě dividendy a úrovně tržní ceny akcie.

$$\text{V. Dividenda na akcii (dividend per share)} = \frac{\text{úhrn dividend za rok}}{\text{počet vydaných kmenových akcií}} \quad (1.28)$$

$$\text{VI. Dividendové krytí (dividend cover)} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{úhrn ročních dividend}} \quad (1.29)$$

$$\text{VII. Výplatní poměr} = \frac{\text{dividenda na akcii}}{\text{EPS}} \quad (1.30)$$

Informuje o části zisku, který je vyplácen akcionářům.

$$\text{VIII. Price/book value} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{vlastní kapitál na akcii}} \quad (1.31)$$

¹² Zkratka WC znamená working capital, tj. pracovní kapitál vypočtený jako rozdíl oběžných aktiv – krátkodobé závazky.

Globální ukazatele

Globální ukazatele jsou hodnoty určitých indexů, které po vyhodnocení slouží k rychlému zhodnocení ekonomické situace podniku.

Altmanův index

Altmanova analýza představuje jednu z možností, jak vyhodnotit souhrnně zdraví podniku prostřednictvím jednoho čísla. Altmanův Z faktor v době zahrnuje všechny podstatné složky finanční analýzy, tj. rentabilitu, zadluženost, likviditu i strukturu kapitálu. Navíc je jednotlivým parametrům přiřazena váha, která je odrazem jeho významnosti pro finanční zdraví podniku. Váhy pro jednotlivé ukazatele i výběr ukazatelů se opírá o zobecnění výsledků velmi rozsáhlého empirického průzkumu v USA. Altmanova analýza představuje užitečný prostředek pro rychlou orientaci o finančním zdraví, je však nezbytné ji dále doplnit hlubší analýzou jednotlivých zjištěných problémových oblastí.

Základní tvar rovnice pro společnosti s veřejně obchodovanými cennými papíry je[5]:

$$Z = \text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)} / \text{aktiva} \times 3,3 + \text{tržby} / \text{aktiva} \times 1,2 + \text{tržní hodnota vlastního kapitálu} / \text{účetní hodnota dluhu} \times 0,6 + \text{zadržené výděly}^{13} / \text{aktiva} \times 1,4 + \text{čistý pracovní kapitál (WC)} / \text{aktiva} \times 1,2.$$
 (1.33)

Nebo:

$$Z = \text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)} / \text{aktiva} \times 3,107 + \text{tržby} / \text{aktiva} \times 0,998 + \text{tržní hodnota vlastního kapitálu} / \text{účetní hodnota dluhu} \times 0,420 + \text{zadržené výděly} / \text{aktiva} \times 0,847 + \text{čistý pracovní kapitál (WC)} / \text{aktiva} \times 0,998.$$
 (1.34)

Tento tvar rovnice je určen pro společnosti uzavřené nebo společnosti, které nejsou obchodovány na kapitálovém trhu.

Vyhodnocení výše uvedených dvou tvarů diskriminační funkce:

- vyhodnocení Z faktoru v případě akciových společností s veřejně obchodovanými cennými papíry – aby bylo možno dle E.I. Altmana společnosti označit jako finančně zdravé, pak musí být hodnoty Z vyšší než 2,99; v případě, že se hodnoty pohybují v pásmu <1,8 – 2,98>, pak se jedná o tzv. šedou zónu, ve které nelze přijmout žádnou statisticky podloženou prognózu budoucího vývoje v podniku; jestliže je hodnota Z nižší než 1,8, pak lze mít oprávněně zato, že podnik je na okraji bankrotu,
- vyhodnocení Z faktoru v případě ostatních společností - pásmo se v tomto případě mírně posouvá, pro společnosti ve výborném finančním zdraví platí, že Z je vyšší než 2,90, interval <1,21 – 2,89> je šedá zóna, méně než 1,2 bankrot.

¹³ Pod pojmem zadržené výděly rozumíme nerozdělený zisk minulých let.

Index IN01

Altmanova analýza v podmínkách České republiky přináší určitá úskalí z hlediska vlastního naplnění jednotlivých ukazatelů a byla zpracována pro podmínky rozvinutého kapitálového trhu. Jako jedinečný se jeví index IN01, který spojuje indikaci bankrotu a bonity s indikací tvorby hodnoty. V indikaci bankrotu vykazuje 74% úspěšnost a indikaci tvorby hodnoty 69% úspěšnost. Autoři indexu IN01¹⁴ při jeho tvorbě vycházeli z 1915 podniků z průmyslu a tyto rozdělili na 583 podniků tvořících hodnotu, skupinu 503 podniků v bankrotu nebo těsně před bankrotem a 829 ostatních podniků. Pomocí diskriminační analýzy autoři dospěli k následujícímu tvaru indexu IN01 pro průmysl [10]:

$$\text{IN01} = 0,13 \times \text{aktiva} / \text{cizí zdroje} + 0,04 \times \text{EBIT} / \text{nákladové úroky} + 3,92 \times \text{EBIT} / \text{aktiva} + 0,21 \times \text{výnosy} / \text{aktiva} + 0,09 \times \text{oběžná aktiva} / (\text{krátkodobé závazky} + \text{krátkodobé bankovní úvěry a výpomoci}). \quad (1.35)$$

Vyhodnocení indexu IN01:

- IN01 > 1,77- podnik tvoří hodnotu,
- IN01 v intervalu < 0,75-1,77 > šedá zóna, tj. bonitní podniky netvořící hodnotu,
- IN01 < 0,75 podnik spěje k bankrotu.

Je třeba mít na zřeteli, že indexy mají pouze základní orientační charakter a nejsou schopny nahradit podrobnou finanční analýzu. Proto indexy mají vždy pravděpodobnostní charakter.

1.5.5 Sestavení finančního plánu

V rámci běžného řízení podniku je finanční plán součástí podnikového plánu, který by měl vycházet z dlouhodobé koncepce podniku, tedy z jeho vize a strategie. Je tvořen soustavou vzájemně vyvážených plánů, mezi které patří především plány prodeje, produkce, kapacit, pracovních sil, provozního výsledku hospodaření, a z toho plynoucích daní a podílů na zisku, dále plány provozního peněžního toku a celkového peněžního toku. Závěrečným dokumentem je plánovaná rozvaha pro všechny roky zvoleného plánového horizontu.

V případě, že odhadce pracuje s výnosovými metodami, pak je pro něj nezbytné, aby měl k dispozici kompletní finanční plán oceňovaného podniku. Tento plán by měl oceňovatel sestavovat s pomocí vedení oceňovaného podniku. Zvláště pozorně by měl odhadce postupovat, pokud je jeho cílem ocenění zjištění tržní nebo objektivizované hodnoty,

¹⁴ Autory indexů IN (IN95, IN99, IN01) jsou Inka a Ivan Neumaierovi.

a nepřebírat automaticky plány poskytnuté managementem podniku. V těchto případech by oceňovatel sice měl vycházet z těchto podkladů, ale za konečnou verzi odpovídá on sám.

1.6 Faktor času a rizika při ocenění podniku

Jedním z významných faktorů působících na oceňování podniku je čas, neboť všechny budoucí příjmy, které budou tvořit hodnotu podniku nebo majetkové položky, nemají pro svého příjemce stejný význam. Kromě jejich výše je důležité i to, ve kterém okamžiku je držitel aktiva získá. Mluvíme o tzv. časové hodnotě peněz. Příjem získaný dříve má větší význam, než příjem získaný později, protože jeho příjemce může získané prostředky dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu. V důsledku této skutečnosti nelze při zjišťování hodnoty aktiva nebo podniku očekávanou řadu budoucích příjmů přímo sečíst, ale všechny tyto budoucí příjmy musíme přepočítat k datu ocenění, tj. zjistit jejich současnou hodnotu. Teprve tyto současné hodnoty budoucích příjmů, které platí ke stejnému datu je možno sečíst. Vztahů pro přepočet částky k určitému okamžiku je více, avšak při oceňování podniku nejčastěji využíváme vztah pro výpočet současné hodnoty (SH) v podobě [7]:

$$\text{SH jednotlivé částky} = \text{částka} * \frac{1}{(1+i)^n}, \text{ kde } n = \text{počet let, } i = \text{diskontní míra} \quad (1.36)$$

Při oceňování podniku hraje také podstatnou roli riziko, které je nedílnou součástí podnikání. Analýza rizika- jeho určení a měření- má klíčový vliv na výsledné správné ocenění podniku. Riziko vyjadřuje stupeň nejistoty spojený s očekávaným výnosem. Tato nejistota má prameny jednak ve vývoji a proměnlivosti prostředí, ve kterém podniky fungují, jednak ve fungování podniku samého. Pro investora riziko znamená, že může nastat okolnost, kdy se skutečné výsledky podniku budou lišit od výsledků jím očekávaných. Riziko lze charakterizovat pomocí pravděpodobnosti možnosti dosažených výsledků. Pravděpodobnost se obvykle vyjadřuje v procentech s jakými očekáváme, že výnos, např. zisk, bude dosažen.

Riziko lze klasifikovat dle různých hledisek, z pohledu oceňování podniku je podstatné členění na [5]:

- *riziko tržní (systematické)*- jedná se o riziko, které je spojeno s fungováním podniku v určitém vnějším ekonomickém prostředí a které je rovněž spojeno s významnou vlastností, kterou je nemožnost jeho eliminace ze strany podniku,
- *riziko specifické*- riziko spojené s fungováním podniku; obvykle se vyjadřuje jako provozní riziko a riziko finanční.

Provozním rizikem se rozumí rozsah, v jakém je v podniku využívám hmotný investiční majetek a s ním spojené fixní náklady. Platí, že čím vyšší má podnik podíl fixních

nákladů na celkových nákladech, tím větší je provozní riziko a naopak. Finanční riziko odráží míru zapojení cizích zdrojů ve financování podniku. Je nutné si uvědomit, že každé zvýšení podílu cizích zdrojů v celkových zdrojích vede ke zvýšení finančního rizika akcionářů. A ti za převzetí dodatečného finančního rizika požadují přiměřenou úhradu adekvátní míře růstu rizika.

1.7 Metody oceňování podniku

Jedním z předpokladů správného ocenění je vzít v úvahu především jeho účel, pro který je podnik oceňován. Odhadce volí metodu ve vazbě na již zmíněný cíl ocenění a zpravidla zohledňuje i charakter aktiv, kterými podnik disponuje. Pro ověření správnosti závěrů jsou používány dvě a více metod. V zásadě existují tři okruhy oceňovacích metod [7]:

1. metody opírající se o analýzu výnosů- výnosové metody,
2. metody založené na analýze trhu- tržní metody,
3. metody založené na analýze majetku- majetkové ocenění.

1.7.1 Výnosové metody

Tato skupina metod vychází z důsledného využití poznatku, že hodnota statku je určena očekávaným výnosem pro jeho držitele . Tyto metody považují za rozhodující pro hodnotu podniku jeho budoucí výnosnost, bez ohledu na současnou hodnotu majetku podniku, který je však zdrojem tvorby budoucích výnosů. Výnosové metody jsou v praxi metodami nejpoužívanějšími. I z pohledu ekonomické teorie jsou považovány za nejsprávnější metody oceňování podniku. Pro výnosové ocenění existují tyto základní metody [7]:

- metoda diskontovaných peněžních toků (DCF),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- kombinované (korigované) metody, které kombinují výnosové ocenění s oceněním majetkovým.

1.7.1.1 Metoda diskontovaných peněžních toků

Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF – discounted cash flow) je z pohledu teorie základní výnosovou metodou. Její princip je založen na reálném vyjádření užitku z drženého statku pomocí reálných příjmů z něj plynoucích. Lze rozlišit tři základní techniky pro výpočet výnosové hodnoty metodou DCF:

- metoda „entity“ (na úrovni podniku jako celku),
- metoda „equity“ (na úrovni vlastního kapitálu),

- metoda „APV“ (propočet upravené současné hodnoty podniku).

Varianty metody DCF se liší podle způsobu, jak kalkulují peněžní toky a v souvislosti s tím, jakými konkrétními kroky postupujeme při vyčíslení hodnoty podniku. Význam všech tří metod spočívá ve zjištění hodnoty „čistého obchodního majetku“¹⁵, resp. v mezinárodní terminologii hodnoty „vlastního kapitálu“.

Při použití metody DCF entity probíhá výpočet ve dvou krocích. Nejprve vyjdeme z peněžních toků, které by byly k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele, a jejich diskontováním získáme hodnotu podniku jako celku(tzv. brutto hodnota, H_b). Od ní pak odečteme hodnotu cizího kapitálu ke dni ocenění a získáme tak hodnotu vlastního kapitálu (tzv. hodnota netto, H_n). Při použití metody DCF equity vyjdeme z peněžních toků, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku. Jejich diskontováním získáme přímo hodnotu vlastního kapitálu(H_n). Výpočet pomocí metody DCF APV je také rozdělen do dvou kroků, přičemž brutto hodnota se v prvním kroku zjišťuje jako součet hodnoty podniku za předpokladu nulového zadlužení a současné hodnoty daňových úspor z úroků. Následně je odečtením cizího kapitálu zjištěna netto hodnota. Podle převážné části odborné literatury se za základní techniku výpočtu považuje metoda DCF entity, která je také nejvíce používána v praxi světových oceňovacích firem.

Výpočet výnosového ocenění metodou DCF entity

Základním znakem metody DCF entity je, že bezprostředně výsledkem procesu diskontování peněžních toků je hodnota podniku jako celku. Podnik jako celek, jako entita, je ovšem chápán nikoliv na úrovni bilanční sumy, nýbrž na úrovni investovaného kapitálu. Výchozím bodem pro výpočet investovaného kapitálu je rozvaha, kterou upravíme ve dvou směrech:

- první úprava plyne z potřeby určit náklady na tento investovaný kapitál,
- druhá úprava bilanční sumy spočívá v rozčlenění aktiv na provozně nutná a nepotřebná.

Peněžní toky pro metodu DCF entity

U metody DCF je východiskem vždy volný peněžní tok (FCF- free cash flow). Cílem propočtu tohoto toku je stanovit množství peněz, které je možno z podniku odčerpat, aniž by byl narušen jeho předpokládaný vývoj. V případě metody DCF entity jsou to peněžní toky pro vlastníky a věřitele, čili peněžní toky do firmy (FCFF- free cash flow to firm). Postup výpočtu volného peněžního toku je patrný z následující tabulky.

¹⁵ Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, §5 a §6.

Tab. 1.7.1.1-1 Výpočet volného peněžního toku (metoda DCF entity)

1.	+ Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi (KPVD)
2.	- Upravená daň z příjmů
3.	= Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních
4.	+ Odpisy
5.	+ Ostatní náklady započtené v provozním VH, které nejsou výdaji v běžném období
6.	= Předběžný peněžní tok z provozu
7.	- Investice do upraveného pracovního kapitálu (provozně nutného)
8.	- Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
9.	= Volný peněžní tok (FCF)

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*, 2003)

Při stanovení korigovaného provozního výsledku hospodaření jakožto východiska pro stanovení FCF je třeba, aby podniky dodržely určité obecné zásady [7]:

1. Neměly by být odpočítány náklady na cizí kapitál, a to proto, abychom dostali zisk a cash flow, které je k dispozici jak pro vlastníky, tak pro věřitele,
2. neměl by obsahovat žádné jednorázové položky, které se nebudou pravidelně opakovat, protože hodnotu podniku tvoří jen výsledky hospodaření trvalého charakteru.
3. neměl by obsahovat žádné výnosy a náklady související s majetkem provozně nenutným, který jsme již v předchozích krocích vyřadili z provozně nutného investovaného kapitálu.

Stanovení diskontní míry pro metodu DCF entity

Použijeme-li ocenění na bázi DCF entity, pak je třeba stanovit diskontní míru na úrovni vážených nákladů kapitálu (WACC). Náklady kapitálu zde odpovídají příjmům, které investoři očekávají ze svých investic do podniku a tomu odpovídajícímu riziku. Obecný vzorec pro **výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu** je [7]:

$$WACC = n_{ck} (1 - d) \frac{CK}{K} + n_{vk} \frac{VK}{K}, \quad (1.37)$$

kde:

WACC = průměrné vážené náklady kapitálu,

n_{ck} = náklady cizího kapitálu, tedy očekávaná výnosnost do doby splatnosti u cizího kapitálu vloženého do podniku,

d = sazba daně z příjmů platná pro oceňovaný subjekt,

CK = tržní hodnota cizího kapitálu vloženého do podniku, ale pouze úročeného,

n_{vk} = náklady vlastního kapitálu, tedy očekávaná výnosnost vlastního kapitálu oceňovaného podniku při dané úrovni zadlužení,

VK = tržní hodnota vlastního kapitálu,

K = celková hodnota investovaného kapitálu, $K = VK + CK$.

Do cizího kapitálu je třeba zahrnout bankovní úvěry, obligace všeho druhu, leasingové financování, jiné druhy úvěrů. Naopak se nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům.

Váhy jednotlivých složek kapitálu jsou dány poměrem vlastního kapitálu k celkovému investovanému kapitálu, resp. úročených cizích zdrojů k celkovému investovanému kapitálu. *Náklady na cizí kapitál* propočteme jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které platíme z nejrůznějších forem cizího kapitálu. *Náklady na vlastní kapitál* jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Očekávaná míra výnosu je v tomto případě stanovena buď expertním odhadem nebo využitím různých pomocných technik. Expertní odhad stanovení nákladů na vlastní kapitál je založen na výnosnosti bezrizikové investice, ke které je připočtena riziková premie, sestávající z premie za obchodní riziko a z premie za finanční riziko. K pomocným technikám stanovení nákladů na vlastní kapitál patří především:

- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- technika analogie,
- dividendový model a další.

Výpočet celkové hodnoty podniku

V praktickém životě se zpravidla předpokládá, že firma bude existovat nekonečně dlouho (princip „going concern“). Pro takové období však je téměř nemožné naplánovat peněžní toky pro jednotlivé roky. Tento problém je v odborné literatuře řešen dvěma návrhy:

- a) standardní dvoufázová metoda,
- b) metody založené na odhadu průměrných temp růstu.

V praxi obvyklá a převážně používaná je především standardní dvoufázová metoda. V případě této metody je peněžní tok plynoucí z podniku rozdělen do dvou časových období. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Druhá fáze zahrnuje období od konce explicitně prognózovaného období do nekonečna. Tato hodnota je označována jako pokračující hodnota. Hodnotu podniku dle dvoufázové metody vypočteme takto [7]:

$$H_b = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + i_k)^{-t} + \frac{PH}{(1 + i_k)^T}, \quad (1.38)$$

kde:

H_b = hodnota podniku,

FCF_t = volný peněžní tok pro rok t ,

T = délka první fáze v letech,

i_k = kalkulovaná úroková míra rovna WACC,

PH = pokračující hodnota.

Pokračující hodnotou rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze. Odhad pokračující hodnoty se zakládá na řadě předpokladů, například:

- stabilizace základních parametrů, které jsou určující pro výpočet pokračující hodnoty (zisková marže, obrat kapitálu, rentabilita kapitálu),
- neměnný růst podniku a stabilní míra investic,
- ustálená výnosnost nových investic.

Výpočet pokračující hodnoty podniku vycházející z trvalého a stabilního tempa růstu diskontovaných peněžních příjmů užívá následujícího postupu [7]:

$$PH_T = \frac{FCF_{T+1}}{i_k - g}, \quad (1.39)$$

kde:

PH_T = pokračující hodnota v čase T ,

T = poslední rok prognózovaného období,

i_k = průměrné náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra),

g = předpokládané tempo růstu volného peněžního toku během celé druhé fáze, tj. do nekonečna,

FCF = volný peněžní tok

Podmínkou platnosti tohoto vzorce je, aby předpokládaná kalkulovaná úroková míra byla vyšší než tempo růstu.

S použitím výše uvedených postupů je zjištěna provozní hodnota podniku brutto. Pro tuto hodnotu platí:

- vypočtená hodnota je hodnota celkových aktiv podniku (ve smyslu investovaného kapitálu, tedy očištěného o neúročený cizí kapitál),
- zachycuje jen „provozní“ ocenění podniku.

K získání výsledné hodnoty podniku je třeba provést několik závěrečných kroků.

Tab. 1.7.1.1-2 Výpočet hodnoty podniku (metoda DCF entity)

Hodnota brutto („provozní“)
- Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
= Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+ Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
= Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*, 2003)

Úročený cizí kapitál a neprovozní aktiva se započítávají v jejich hodnotách ke dni ocenění. U provozně nenutných aktiv se doporučuje jejich ocenění v tržních hodnotách.

1.7.1.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je oceňovací postup, který byl vypracován a je hojně používán v německy mluvících zemích. Tato metoda je založena především na analýze minulé výkonnosti podniku; základem je časová řada 3-5 let dle předmětu činnosti podniku. Jedná se o metodu „netto“, tedy výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu a výsledkem je tedy také přímo hodnota vlastního kapitálu.

V praxi jsou využívány **dvě varianty této metody**, jedna vychází z určování čistého výnosu z rozdílu mezi příjmy a výdaji, tedy peněžních toků (tato varianta je velmi podobná metodě DCF equity), druhá varianta spočítá v tom, že čistý výnos je odvozován z upravených výsledků hospodaření, tedy z rozdílu mezi výnosy a náklady.

Vlastní postup při metodě kapitalizovaných čistých výnosů je obdobný jako u všech výnosových metod [7]:

1. Analýza a úprava dosavadních výsledků podniku,

Je kladen důraz na úpravy účetních výkazů za minulost s cílem dobrat se skutečných výsledků hospodaření a dosáhnout srovnatelnosti a kontinuity mezi minulostí a budoucností tak, aby minulé výsledky hospodaření mohly být základem pro plánování výsledků budoucích. Úpravy účetních výkazů za minulost zahrnují vydělení významných položek nákladů a výnosů, které plynou z majetku provozně nepotřebného; přičemž je třeba dbát na to, aby náklady a výnosy byly zaúčtovány do období, ke kterému se věcně a časově vztahují; eliminovat jednorázové a nepravidelné výnosy a náklady apod.

2. prognóza budoucích čistých výnosů a propočet finanční potřeby a korekce čistých výnosů,

3. odhad kalkulované úrokové míry,

Kalkulovaná úroková míra má jeden základní úkol – vyjádřit výnosnost alternativního použití kapitálu, kterou má investor k dispozici. V praxi se pro zjednodušení vychází

z porovnání s jinými možnými investicemi. V případě objektivizované hodnoty by se mělo postupovat tak, že východiskem bude v zemi obvyklá úroková míra pro relativně bezrizikovou investici na kapitálovém trhu. Tuto základní úrokovou míru je třeba zvýšit o přiměřenou rizikovou přirážku.

4. vlastní propočet výnosové hodnoty, a to:

- analytickou metodou, nebo
- paušální metodou.

Vycházíme ze skutečných, účetní politikou co nejméně ovlivněných budoucích výsledků hospodaření, které mohou být rozděleny, aniž by byla narušena majetková podstata podniku – tzv. **trvale odnímatelné čisté výnosy k rozdělení**, jejich výpočet je dán vzorcem [7]:

$$\text{Trvale odnímatelný čistý výnos} = \sum_{t=1}^K q_t \check{C}V_t, \quad (1.40)$$

kde:

$\check{C}V_t$ = minulé upravené čisté výnosy,

q_t = váhy, které určují význam čistého výnosu za určitý minulý rok pro odhad budoucího trvale odnímatelného čistého výnosu,

K = počet minulých let zahrnutých do výpočtu.

Propočet výnosové hodnoty analytickou metodou

Zde je výnosové ocenění postaveno na prognóze budoucích výsledků hospodaření upravených o vliv financování. Máme-li k dispozici řadu budoucích odnímatelných čistých výnosů a předpokládáme trvalou existenci podniku, pak lze použít vzorec [7]:

$$H_n = \sum_{t=1}^T \check{C}V \cdot (1 + i_k)^{-t} + \frac{T\check{C}V}{i_k} \cdot (1 + i_k)^{-T}, \quad (1.41)$$

kde:

H_n = hodnota podniku netto, tj. hodnota vlastního kapitálu,

$\check{C}V_t$ = odhad odnímatelného čistého výnosu pro rok t prognózy,

T = délka období, pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. délka první fáze),

$T\check{C}V$ = trvalá velikost odnímatelného čistého výnosu ve druhé fázi uvažovaného horizontu; zde předpokládáme stabilní úroveň odnímatelných čistých výnosů,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

Propočet výnosové metody paušální metodou

Jedná se o ocenění za předpokladu, že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jako dosahoval v minulosti, jedná se o ocenění stávajícího výnosového potenciálu podniku. Pro výpočet pak využijeme vztah:

$$H_n = \frac{TČV}{i_k}, \quad (1.42)$$

kde:

H_n = hodnota podniku netto,

$TČV$ = trvale odnímatelný čistý výnos,

i_k = kalkulovaná úroková míra.

Metoda kapitalizovaných čistých se vyznačuje snahou o objektivitu a opatrnost, která se projevuje zejména v tom, že je kladen značný důraz na minulá data a jádrem ocenění je výnosový potenciál podniku k datu ocenění.

1.7.1.3 Metoda ekonomické přidané hodnoty

Pojem ekonomická přidaná hodnota (angl. Economic value added) ¹⁶ se v posledních letech stále více prosazuje jak v ekonomické teorii, tak v ekonomické praxi podniků s vyspělou tržní ekonomikou. Ekonomická přidaná hodnota je veličina, kterou lze využít jako nástroj finanční analýzy pro měření výkonnosti, dále jako nástroje pro řízení podniku a jako nové metody pro oceňování podniku. Je to v podstatě ukazatel výnosnosti, který však překonává nedostatky ukazatelů, které se pro tento účel používají (např. ROE, ROA apod.). Tyto ukazatele trpí známými nedostatky, především tím, že existuje možnost ovlivňovat výši vykázaného zisku pomocí legálních účetních postupů nebo účetní ukazatele nezohledňují časovou hodnotu peněz a riziko investorů.

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Základní vzorec pro výpočet EVA [7]:

$$EVA = NOPAT - \text{Capital} * WACC, \quad (1.43)$$

kde:

$NOPAT$ = net operating profit after taxes, tj. zisk z operační činnosti podniku po dani.

Capital = kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku, tj. aktivech potřebných k hlavnímu provozu podniku.

$WACC$ = průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital).

¹⁶ Autoři metody EVA jsou Stewart a Stern (USA).

Je-li EVA kladná, byla vytvořena nová hodnota. Je-li naproti tomu EVA záporná, dochází k úbytku hodnoty.

Tab. 1.7.1.3-1 Schéma výpočtu pomocí metody EVA

Čistá operační aktiva (NOA- net operating assets)
+ Tržní přidaná hodnota (MVA- market value added)
= Tržní hodnota operačních aktiv
+ Tržní hodnota neoperačních aktiv
– Tržní hodnota úročených závazků
= Tržní hodnota vlastního kapitálu

(Zdroj: MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*, 2003)

V tomto postupu tedy nejprve vypočítáme hodnotu aktiv, tj. hodnotu pro vlastníky i věřitele, a teprve pak odečtením cizího kapitálu získáme ocenění podniku pouze pro vlastníky. Podstatnou úlohu v tomto výpočtu hraje tržní přidaná hodnota (MVA). Tato hodnota odráží očekávání trhu ohledně perspektivy společnosti. MVA je současná hodnota budoucích EVA.

1.7.1.4 Kombinované výnosové metody

Tyto metody se snaží o kombinované majetkové a výnosové ocenění. Někdy jsou tyto metody nazývány jako korigované výnosové metody. Nejčastěji jsou užívány tyto metody:

- metoda střední hodnoty,
- metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů.

1.7.2 Metody založené na analýze trhu

1.7.2.1 Přímé ocenění z dat kapitálového trhu

Potřeba ocenění akciové společnosti, jejíž akcie jsou běžně obchodovány na kapitálovém trhu, je v podnikové praxi zcela běžným jevem. Tento trh utváří tržní cenu akcií. Vynásobíme-li aktuální cenu počtem akcií, získáme tzv. tržní kapitalizaci, která bývá považována za tržní hodnotu podniku. Ve skutečnosti se jedná o dvě odlišné veličiny. První zdroj této odlišnosti je cena akcie. Pro tržní hodnotu se vychází z průměrné ceny za poslední období, nikoli poslední tržní ceny. Délka tohoto období je různá, záleží na úsudku a zkušenosti odhadce a charakteru trhu. Druhou možnou odlišností je v obecné rovině vztah mezi mezní a průměrnou hodnotou. Aktuální tržní cena je obvykle výsledkem prodeje zlomku celkového počtu akcií. Nelze jednoznačně předpokládat, že při prodeji sto procent akcií by cena byla v daný okamžik stejná. Zkušenosti z vyspělých trhů naznačují, že při koupi většího

podílu akcií je cena vyšší oproti předcházejícímu stavu asi o 20-50 %. Vzniklou prémii si lze vysvětlit například z teorie tzv. nákladů zastoupení, které vznikají v důsledku oddělení výkonu vlastnických práv a vlastního řízení společnosti. Je nutné tedy s určitou premií počítat a její velikost odvodit nejen z tržních analýz, ale i s pomocí jiných metod, například výnosových.

1.7.2.2 Metoda srovnatelných podniků

Tato metoda představuje jednu z rovin metody tržního porovnávání, pomocí které oceňujeme jiné než akciové společnosti, nebo akciovou společnost, jejíž akcie nejsou běžně obchodovány. Tržní hodnotu aktiva odvozujeme z informací o konkrétních cenách nebo tržních hodnotách obdobných aktiv. Podmínkou uplatnění této metody je velmi malý rozdíl mezi srovnávanými aktivy.

Při metodě srovnatelných podniků srovnáváme oceňovaný podnik s podniky, které jsou k určitému období již oceněny. Pro srovnání vybíráme podniky, jejichž podíly jsou běžně obchodovány na veřejných trzích. Ke srovnání se doporučuje použít 5-8 srovnatelných podniků. Následně je pak určen podnik, který ze srovnávaných podniků má nejbližší k oceňovanému podniku a hodnota tohoto podniku bude východiskem pro vlastní ocenění podniku.

1.7.2.3 Metoda srovnatelných transakcí

Metoda srovnatelných transakcí tvoří druhou rovinu metody tržního porovnávání a usiluje o srovnání s podobnými podniky, které byly jako celek předmětem transakcí a známe tedy jejich realizační cenu. Postup je tedy obdobný jako u předchozí metody, jen s tím rozdílem, že známe skutečně zaplacenou cenu za srovnatelné podniky, které byly prodány v poslední době.

1.7.3 Metody založené na analýze majetku

Ocenění na základě analýzy majetku vede ke zjištění majetkové podstaty podniku, kterou označujeme jako substanci, neboli substanční hodnotu. Tato hodnota by měla zahrnovat všechny položky majetku, na které byly vynaloženy výdaje a od kterých lze očekávat příspěvek k výsledkům hospodaření podniku.

Princip majetkového ocenění je jednoduchý a obecně srozumitelný. Majetková hodnota podniku je definována jako souhrn individuálně oceněných položek majetku. Od tohoto souhrnu je pak odpočtena suma individuálně oceněných závazků. Velikost

majetkového ocenění je tak dána především množstvím a strukturou položek majetku a pravidly pro jeho ocenění [7].

1.7.3.1 Metoda likvidační hodnoty

Tuto metodu uplatníme u podniků, které nemají jasnou perspektivu podnikatelské činnosti a mající problémy se zajištěním své budoucí existence. Při ukončení činnosti tohoto podniku a prodeji jeho jednotlivých majetkových částí, se množství prostředků získaných tímto prodejem nazývá likvidační hodnota. Jedná se tedy o sumu prodejních cen jednotlivě prodávaných aktiv sníženou o odměnu likvidátora. Likvidační hodnota tvoří dolní hranici hodnoty podniku. Je-li současná hodnota budoucích výnosů nižší než hodnota likvidační, pak je likvidační hodnota oceněním podniku.

Podstata metody likvidační hodnoty spočívá ve zjištění hodnoty majetku k určitému časovému okamžiku, kdy se předpokládá, že podnik ukončí svou činnost a z tohoto pohledu budou jednotlivá aktiva (majetek) rozprodána a budou splaceny veškeré závazky podniku včetně odměny likvidátora [5]:

(1.44)

Konečný nárok vlastníků v případě likvidace podniku = hodnota podniku - hodnota závazků

1.7.3.2 Metoda účetní hodnoty

Ocenění touto metodou je na bázi historických cen, které odpovídají cenám, za které byl majetek podniku skutečně pořízen. Tyto ceny jsou uvedeny v účetních výkazech podniku, které nám poskytuje minimálně tyto informace [5]:

- hodnotu podniku celkem = aktiva (pasiva),
- hodnotu základního kapitálu = počet akcií x nominální hodnota akcie, (1.45)
- hodnotu vlastního kapitálu = aktiva (pasiva) – cizí zdroje. (1.46)

Tento princip často vede zejména u dlouhodobého majetku ke značné odchylce od ekonomické reality. Používání původních, tedy historických, cen v inflačním prostředí vede především k podhodnocení dlouhodobého majetku a závazků a k nadhodnocení pohledávek a tím tedy k celkovému zkreslení hospodářského výsledku i celkové bilance majetku a zdrojů krytí podniku.

Výhodou této metody je ovšem velká průkaznost získaného ocenění. Účetní ocenění má v rámci oceňování podniku pouze doplňkovou úlohu a slouží především jako výchozí informace pro oceňovatele, a také jako základna pro posuzování výsledného ocenění.

1.7.3.3 Metoda substanční hodnoty

Metoda substanční hodnoty byla v minulosti hojně používána; i dnes najde své uplatnění v ekonomikách, kde je míra inflace dlouhodobě relativně nízká. Podstata substanční metody spočívá v tom, že se snaží odstranit nedostatky metody účetní hodnoty, která je založena na principu historických cen, a to tak, že usiluje o přecenění jednotlivých částí majetku na ceny aktualizované. Cílem tohoto ocenění je nalézt odpověď na otázku, kolik by stálo znovuvybudování podniku.

Tato metoda je velmi pracná, neboť je třeba věnovat velké úsilí pro zjištění reprodukčních nákladů spojených se znovupořízením jednotlivých složek dlouhodobého hmotného majetku. Odhadce musí nejprve vymežit majetkovou podstatu podniku, probírá postupně jednotlivé majetkové části a ty znovu oceňuje z pohledu going-concern principu, tj. z pohledu zapojení do fungujícího podniku. Opírá se především o informace z účetnictví podniku. Výsledkem aplikace metody substanční hodnoty je stanovení aktualizované pořizovací hodnoty nebo čisté reprodukční náklady.

Metoda substanční hodnoty může sloužit jako základ pro stanovení rozsahu zastavitelného majetku podniku, nebo také k ocenění podílů na kapitálových společnostech, zejména na společnostech s ručením omezeným. Je také účelným doplňkovým údajem pro výnosové ocenění.

1.7.4. Další metody pro oceňování

Metoda střední hodnoty

Tato metoda nachází uplatnění u obchodníků a praktiků především v německy mluvících zemích. Podstatou metody je základní teze autora¹⁷, že hodnota podniku je vytvářena jak vloženými statky a výkony do podniku, tak i budoucím výnosem. Obě složky považoval za stejně důležité a rovnocenné. Základní vzorec pro výpočet hodnoty podniku je [5]:

$$HP = (\text{hodnota výnosu} + \text{hodnota substance}) / 2 \quad (1.47)$$

Jedná se o hodnotu výnosu stanovenou metodou kapitalizovaných čistých výnosů. Kombinaci těchto metod lze však použít pouze pokud se od sebe vypočtené hodnoty příliš neliší (rozdíl v rozmezí 5 až 10%).

¹⁷ Autorem metody střední hodnoty je Schmalenbach.

Metoda kapitalizovaných mimořádných čistých výnosů

Celková hodnota podniku se zde skládá z hodnoty substance a hodnoty „firmy“, kterou můžeme taktéž označit za pojem goodwill, tj. dobré jméno firmy. Hodnota „firmy“ je chápána jako rozdíl mezi výnosovou hodnotou a substanční hodnotou. Tento rozdíl, mimořádný čistý výnos, je rozdíl mezi plánovaným čistým výnosem podniku a obvyklým čistým výnosem, který by požadoval průměrný investor do vlastního kapitálu daného podniku, aby kompenzoval své riziko. Pokud podnik dosáhne vyššího zisku, než jsou náklady kapitálu, vzniká mimořádný zisk a ten je právě zdrojem goodwillu – dobrého jména. Hodnota podniku je pak dána součtem substanční hodnoty a diskontovaného mimořádného čistého výnosu.

Oceňování synergií

Podnikatelské i spekulativní akvizice jsou založeny na tvorbě hodnoty, která vyplývá buď ze spojení dvou podniků, nebo naopak z jejich rozdělení. Oceněním synergie je pak přírůstek hodnoty vyplývající ze spojení. Tento přírůstek hodnoty může být výsledkem přírůstku výnosů, snížením nákladů, daňovými úsporami nebo také změnami ve financování.

2 Charakteristika oceňovaného podniku

2.1 Základní údaje o společnosti

Obchodní firma (název): ABC, a.s.

Uvedený název společnosti je smyšlený, neboť majitelé oceňovaného podniku si nepřáli zveřejnit skutečný název společnosti.

Právní forma: akciová společnost

Lokalizace sídla podniku: okres Karviná

Datum vzniku společnosti: den zápisu: 27. srpna 1998

Datum zahájení činnosti: 1. ledna 2001

Předmět činnosti: (*dle výpisu z obchodního rejstříku*)

- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej,
- zprostředkovatelská činnost,
- provádění staveb, jejich změn a odstraňování,
- výroba a dovoz chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako výbušné, oxidující, extrémně hořlavé, vysoce hořlavé, vysoce toxické, karcinogenní, mutagenní, toxické pro reprodukci, nebezpečné pro životní prostředí a prodej chemických látek a chemických přípravků klasifikovaných jako vysoce toxické a toxické,
- skladování zboží a manipulace s nákladem,
- činnost podnikatelských, finančních, organizačních a ekonomických poradců.

Akcie: 100 ks kmenové akcie na jméno ve jmenovité hodnotě 10 000 Kč v listinné podobě

Základní kapitál: 1 000 000 Kč

2.2 Vznik a vývoj společnosti

Historie současné společnosti začala na podzim roku 1992 založením obchodně inženýrské společnosti ABCsro, spol. s r.o. se zaměřením na řešení a opravy plochých střech. O rok později se společnost stala výhradním dovozcem tzv. „studených asfaltů“ firmy Fields Corporation. Pro uspokojení požadavků trhu v oblasti hydroizolací plochých střech společnost v roce 1994 získala pozici výhradního distributora jedné z nejmodernějších technologií, pryžových membrán EPDM, americké firmy Firestone Building Products. Třetí technologií, kterou společnost v této oblasti nabízela, jsou modifikované asfaltové pásy italského výrobce, s více než stoletou tradicí, Giulio Strazza.

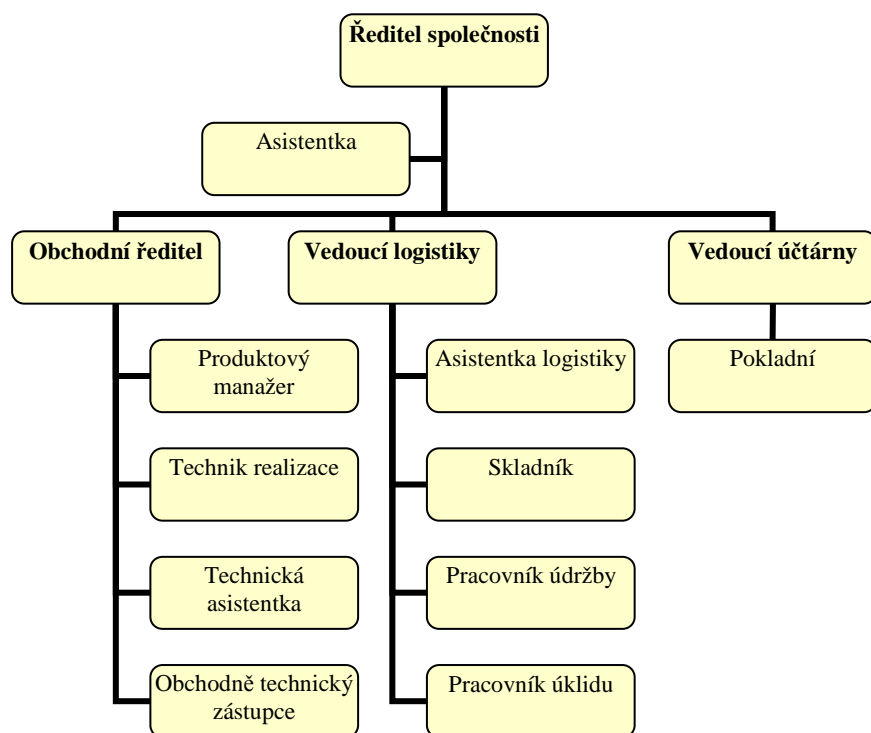
Na základě referencí zahraničních dodavatelů byla společnost v roce 1995 oslovena firmou Dryvit Systems z USA, která hledala zastoupení pro Českou republiku. Tím se nabídka produktů společnosti rozšířila o fasádní nátěry a kontaktní zateplovací systémy Dryvit.

Počátkem roku 2001 činnost společnosti ABCsro, spol. s r.o. převzala společnost ABC a.s., která v současné době zaměstnává 30 pracovníků. Velký důraz je kladen na výběr nejvhodnější technologie pro danou stavbu a poskytnutí kvalitního poradenského servisu. Všechny produkty jsou certifikovány tuzemskými zkušebními ústavy, jsou držiteli mezinárodního certifikátu ISO 9001 a splňují nejprísnejší kriteria kvality.

2.3 Organizační struktura společnosti

Společnost se skládá ze čtyř útvarů. Jsou jimi útvar ředitele společnosti, útvar logistiky, obchodní a ekonomický útvar.

Obr. 2.3-1 Organizační schéma společnosti



(Zdroj: čerpáno z materiálu poskytnutého vedením společnosti)

2.4 Certifikace

Akciová společnost ABC je od roku 2004 držitelem certifikátu ISO 9001:2001 (v roce 2007 proběhl recertifikační audit) a certifikátu ISO 14001:2005 od roku 2006. Každým rokem provádí dozorový orgán audit všech procesů, zda probíhají v souladu s procesy nadefinovanými v příslušné dokumentaci.

2.5 Výrobní faktory

Zaměstnanci

Tab. 2.5-1 Vývoj počtu zaměstnanců a osobních nákladů

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Průměrný počet zaměstnanců	25	28	25	23	23	30
Osobní náklady* (v tis. Kč)	8 826	10 219	10 717	10 878	11 590	-

* zahrnují mzdové náklady, sociální pojištění, zdravotní pojištění, sociální náklady

Základem stability firmy je stálý stav kvalitních zaměstnanců, kteří dokáží své firmě vytvořit nějakou hodnotu. Kvalifikace těchto pracovníků umožňuje plnit požadavky i náročných zákazníků a spolehlivě zajišťovat servis. V současné době podnik zaměstnává 30 pracovníků.

Technologie a distribuce

Společnost je výhradním dovozcem tzv. „studených asfaltů“ firmy Fields Corporation. Pro uspokojení požadavků trhu v oblasti hydroizolací plochých střech společnost získala pozici výhradního distributora jedné z nejmodernějších technologií, pryžových membrán EPDM, americké firmy Firestone Building Products. Firma ABC, a.s. byla také oslovena firmou Dryvit Systems z USA a stala se tak výhradním dovozcem pro ČR. Tím se nabídka produktů společnosti rozšířila o fasádní nátěry a kontaktní zateplovací systémy Dryvit. Tyto tři různé druhy hydroizolačních materiálů, které se liší svými technickými vlastnostmi, použitím, ale i technologií aplikace. Jedná se o zahraniční materiály, které v kombinaci s tuzemskými materiály tvoří kompatibilní systém uspokojující i ty nejnáročnější požadavky na kvalitu a životnost hydroizolací střešních konstrukcí.

Budovy a pozemky

Firma vlastní administrativní budovu, ve které má své sídlo, a pozemek v centru města. Ke koupi tohoto majetku si firma v roce 2002 půjčila 4 mil. Kč od města, ve které působí. Poslední splátka by měla být zaplacená v říjnu 2009.

2.6 Další významné faktory

Zákazníci

Společnost ABC, a.s. nabízí široké spektrum služeb širokému počtu různých investorů. Instalaci membrán EPDM Firestone firma vykonala mnoha významným zadavatelům,

kterými jsou např. město Karviná, RODOP- rodinné domy, BARUM Continental, a.s., MBP Odry, město Nový Jičín, Státní léčebné lázně Darkov v Karviné a mnohé další. Systém Dryvit ve velké míře poptávaly subjekty z celé ČR, včetně Prahy.

Konkurence

V regionu působí mnoho menších i velkých stavebních firem, které spoluvytváří konkurenční tržní prostředí. Aby se v tomto prostředí menší firmy udržely, měly by nabídnout zákazníkům určité specifické služby či výkony. Firma ABC, a.s svou strategii úspěchu založila na kvalitě dovážených technologií zahraničních firem Dryvit Systems, Fields Corporation a Firestone Building Products. Tyto technologie, se díky své kvalitě řadí ke světové špičce v oblasti hydroizolačních materiálů. Firma ABC, a.s. se stala jejich výhradním dovozcem pro ČR a SR a upevnila tak své pozice na trhu se stavebními materiály a službami.

Ochrana životního prostředí

Akciová společnost ABC od roku 2006 je držitelem certifikátu ISO 14001:2005 a má zajištěn pravidelný ekologický audit.

Sponzorství

Oceňovaná firma je významným sponzorem mnoha aktivit na území kraje. Podporuje např. sportovní klub cyklistů a extrémního sportu, také přispívá peněžními prostředky místnímu gymnáziu, pořádá různé veřejné sportovní akce.

2.7 Strategické aspekty- SWOT analýza podniku

Cíle podniku

Snahou podniku je především udržet si svou výhodnou pozici v neustále měnícím se tržním prostředí, dalším cílem je i nadále si udržet a popřípadě získat další spokojené zákazníky a zvýšit objem zakázek.

SWOT analýza

Tato analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb je celková analýza vnějšího a vnitřního prostředí dané firmy, ve které jsou postaveny silné a slabé stránky proti relevantním příležitostem a ohrožením, plynoucích z okolí. Analýza byla zpracována na základě výsledků hodnocení konkurenční síly podniku z hlediska finančního zdraví (viz.kapitola 3.1.3) a výsledků strategické analýzy. Pro větší přehlednost je znázorněna v následující tabulce.

Tab. 2.7-1 SWOT analýza podniku

Silné stránky	Slabé stránky
<ul style="list-style-type: none"> - kvalifikovaní a loajální zaměstnanci - dlouhodobé působení na trhu - certifikát ISO 9001:2001- certifikát o zavedení a používání managementu jakosti - výhodná poloha sídla podniku v blízkosti Ostravy - diverzifikace předmětu činnosti podniku, nabídka více technologií - výhradní dodavatel kvalitních technologií pro ČR a SR - dobré jméno společnosti, díky kvalitě, sponzorství apod. - kvalitní management 	<ul style="list-style-type: none"> - úvěrová zatíženost z minulých let, poslední splátka půjčky v říjnu 2009
Příležitosti	Ohrožení
<ul style="list-style-type: none"> - zahraniční trhy - možnost rozšíření předmětu činnosti společnosti - přírodní podmínky- toto odvětví podnikání je závislé na přírodních podmínkách po celý rok 	<ul style="list-style-type: none"> - přírodní podmínky - problémy s náborem nových kvalitních pracovníků v budoucnosti, nedostatek mladých řemeslníků a učňů v odvětví už nyní - sociální a daňová politika státu - ekonomické faktory- růst inflace-růst úrokových měr vyhlášených ČNB-zdražení úvěrů a hypoték- pokles poptávky v odvětví

2.8 Vyhodnocení vnitřního potenciálu podniku

Posouzení vnitřního potenciálu podniku má velký význam pro konečný verdikt při oceňování podniku, neboť odráží perspektivy jeho vnitřního rozvoje. Společnost ABC, a.s. působí v regionu od roku 2001 (v letech 1992-2001 v jiné právní formě- s.r.o.) a za tu dobu si vybudovala dobrou pověst mezi zákazníky. Do jejich podvědomí se dostala nejen díky kvalitě poskytovaných služeb, ale také svou významnou aktivitou v oblasti sponzoringu a pořádání veřejných sportovních akcí. Projevem kvality práce a produkce jsou nejen reference spokojených klientů, ale také certifikáty ISO 9001:2001 a ISO 14001:2005. Síla firmy se odvíjí také od stabilního počtu kvalifikovaných a velmi zkušených zaměstnanců. Velký potenciál vyplývá také z velkého rozsahu poskytovaných služeb a servisu, dodávání kvalitních zahraničních technologií na trhy ČR a SR a odborného poradenství. Podnik má tedy relativně dobrý vnitřní potenciál a perspektivu vývoje do budoucna a to by se mělo projevit i ve vyšším konečném ocenění podniku.

3 Ocenění podniku

3.1 Strategická analýza

3.1.1 Makroekonomická analýza¹⁸

Vývoj makroprostředí, ve kterém podniky fungují, má podstatný vliv na jejich výkonnost. Byla prokázána příčinná souvislost mezi vývojem jednotlivých parametrů makroekonomického prostředí s vlastní výkonností podniku. Proto chceme-li stanovit co nejpřesnější odhad budoucího vývoje podniku, musíme také sledovat vývoj a predikci alespoň některých klíčových faktorů makroekonomického vývoje, které mohou ve svých důsledcích významně působit na podnik samotný.

Tab. 3.1.1-1 Hlavní makroekonomické ukazatele (ČR)

Ukazatel		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008 predikce
Hrubý domácí produkt	<i>růst v %, s.c.</i>	1,9	3,6	4,5	6,4	6,4	6,6	5,1
Spotřeba domácností	<i>růst v %, s.c.</i>	2,2	6,0	2,9	2,3	5,5	5,7	3,6
Spotřeba vlády	<i>růst v %, s.c.</i>	6,7	7,1	-3,5	2,2	0,0	0,1	-0,4
Průměrná míra inflace	<i>%</i>	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	5,5
Míra nezaměstnanosti	<i>průměr v %</i>	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4
<i>Předpoklady:</i>								
Směnný kurz CZK/EUR	<i>průměr</i>	30,8	31,8	31,9	29,8	28,3	27,8	26,5
Dlouhodobé úrokové sazby	<i>% p.a.</i>	4,9	4,1	4,8	3,5	3,8	4,3	4,6
Ropa Brent	<i>USD/barel</i>	25,0	28,8	38,3	54,4	65,4	72,7	88,5
HDP eurozóny (EA-12)	<i>růst v %, s.c.</i>	0,9	0,8	2,0	1,5	2,8	2,6	2,2

(Zdroje: ČSÚ, ČNB, MF)

¹⁸ Údaje čerpány ze zprávy Vývoj české ekonomiky v roce 2007, přístupné na www.czso.cz, a také z predikce makroekonomických indikátorů dostupné na www.mfcr.cz. Také využity informace z www.cnb.cz.

3.1.1.1 Hrubý domácí produkt

Rok 2007 potvrdil stabilitu vývoje hospodářství ČR na vysoké úrovni, dosažený růst byl nejvyšší v historii České republiky. Došlo nejen k mírně rychlejšímu růstu HDP než v roce 2006, výrazně zrychlil také růst hrubého domácího důchodu. Pro celkový vývoj národního hospodářství ČR v roce 2007 byly charakteristické značné strukturální změny, jak věcné na nabídkové a na poptávkové straně, tak i z hlediska časového rozložení podle čtvrtletí v průběhu roku. Vliv na strukturální změny měly především vnější ekonomické vztahy, avšak silně působily i cenové pohyby jednotlivých složek zdrojů k dispozici pro celkové konečné výdaje.

Vstupu české ekonomiky do roku 2007 předcházela silný ekonomický růst ve dvou po sobě jdoucích letech, kdy objem HDP se v roce 2006 oproti roku 2004 zvýšil o 13,2 % (každoročně o 6,4%). Vysoká míra růstu HDP České republiky v roce 2007 vedla k posílení souhrnné ekonomické pozice státu.

Na meziročním zvýšení HDP v roce 2007 reálně o 6,5 % se nejvíce podílel přírůstek výdajů na konečnou spotřebu; jejich objem se zvýšil o 4,2 %. Spotřebitelské výdaje domácností se zvýšily o 5,7 % a přispěly k růstu HDP 2,7 p.b. Výdaje vládních institucí se zvýšily pouze o 0,9 % a měly na růst HDP nepatrný vliv. Objem výdajů na tvorbu hrubého kapitálu svým meziročním růstem 9,2 % přispěl ke zvýšení HDP 2,5 p.b. Čistý vývoz přispěl k růstu HDP 1,1 p.b.

Odhady hospodářského vývoje v budoucnu se příliš neliší. ČNB například očekává pro letošní rok úroveň 4,1 %.

Odhad růstu HDP v procentech pro rok 2008	
ČNB	4,1
Česká spořitelna	4,3
Patria Finance	5,1
Průměrný roční růst HDP v příští dekádě v %	
David Navrátil, Česká spořitelna	3
Jaromír Drábek, Hospodářská komora	4
Miroslav Singer, ČNB	4-5

(Zdroj: týdeník Ekonom, číslo 10/2008)

Ekonomové se shodují, že dosavadní růst přes šest procent, který nás provázel v minulých třech letech, je v nejbližší budoucnosti neudržitelný. Odhadují, že naše ekonomika dosáhla svého vrcholu a nyní se vydá na sestupnou dráhu.

3.1.1.2 Inflace

Průměrná míra inflace ze spotřebitelských cen v roce 2007 dosáhla 2,8 % oproti očekávaným 2,3 %. Důvodem byl dramaticky rychlý nárůst spotřebitelských cen na konci roku 2007. Akcelerace spotřebitelské inflace koncem roku se týkala tržní složky spotřebitelského koše. Z příspěvku tržních cen ke zrychlení meziroční inflace ve výši 2,4 p.b. lze připsat 1,4 p.b. potravinám, 0,6 p.b. vyšším korunovým cenám ropy a 0,4 p.b. ostatním komoditám.

Mimořádný vývoj z konce roku 2007 se odrazil i v údajích za rok 2008. Navíc se zde projeví i zvýšení příspěvku administrativních opatření. Změna snížené sazby DPH z 5 % na 9 % se dotýká cca 28 % objemu položek spotřebního koše. Mezi další administrativní faktory vyšší inflace bude patřit zejména zvýšení spotřební daně z cigaret (0,6 p.b.), poplatky u lékaře (0,5 p.b.), růst cen elektřiny (0,4 p.b.), zvýšení regulovaného nájemného (0,4 p.b.), cen tepla (0,3 p.b.), zemního plynu (0,2 p.b.) a zavedení ekologických daní (0,2 p.b.). Většina administrativních opatření vstoupila v platnost od počátku roku 2008.

Předpokládá se proto, že v roce 2008 dojde oproti předchozímu roku k jednorázovému zvýšení míry inflace na 5,5 %. V roce 2009 by se průměrná míra inflace měla vrátit na akceptovatelnou úroveň cca 2,3 %. Inflace se výrazným způsobem projevuje v hospodaření podniku, především silně ovlivňuje vstupy podniku, jež je třeba následně patřičně promítnout do výstupů v podobě cen produkce.

3.1.1.3 Nezaměstnanost a mzdy

Ekonomický růst umožňuje tvorbu nových pracovních příležitostí. Nadále výrazně roste zaměstnanost a klesá nezaměstnanost, přičemž míra ekonomické aktivity v meziročním srovnání klesá. Vysoká poptávka po zaměstnancích naráží na problém neodpovídající struktury kvalifikační nabídky a adaptability domácí pracovní síly a tak pokračuje výrazný přírůstek počtu zahraničních zaměstnanců. Tato situace se může stát limitujícím faktorem dalšího ekonomického růstu a rovněž zakládá riziko zrychlení růstu mezd, které by ve svém důsledku mohlo podpořit inflaci.

Citelný pokles nezaměstnanosti v roce 2007 lze přičítat ekonomickému růstu, zpřísněným úpravám legislativy trhu práce i intenzivní činnosti úřadů práce při realizaci programů aktivní politiky zaměstnanosti. Současně s celkovou nezaměstnaností nadále klesá i počet dlouhodobě nezaměstnaných (bez práce déle než jeden rok). Jejich podíl na registrované nezaměstnanosti představoval koncem roku 2007 38,6 %, podle VŠPS nadále tvoří více než polovinu nezaměstnaných.

Regionální strukturální problémy v severních oblastech ČR přetrvávají v důsledku kvalifikačního nesouladu nabídky a poptávky po pracovní síle a nízké adaptability některých skupin nezaměstnaných.

Vzhledem k vývoji inflace na konci roku 2007 a očekávanému růstu cen v roce 2008 lze předpokládat zvýšený tlak na růst mezd, a to zejména v produkční sféře. Další výrazné zvýšení mezd by však již znamenalo posílení inflačních tlaků. Objem mezd a platů podle domácího konceptu by měl vzrůst za rok 2007 o 9,3 % . **Průměrná hrubá měsíční mzda by měla dosáhnout cca 21 700 Kč v roce 2007 a 23 400 Kč v roce 2008.**

Pokles nezaměstnanosti má pro oceňovaný podnik nepatrný význam v tom, že lze očekávat zvýšenou kupní sílu lidí, kteří si našli zaměstnání a tedy i zvýšení jejich spotřeby. Podstatnější jsou zvyšující se nároky zaměstnanců na mzdy, které rok od roku stoupají a zvyšují tak náklady podniku.

3.1.1.4 Úroky a úrokové sazby

Referenční úrokové sazby byly koncem listopadu 2007 opět zvýšeny o 0,25 p.b. a na konci roku dosáhly následující úrovně: 2T repo sazba 3,50 %, diskontní sazba 2,50 % a lombardní sazba 4,50 %. Hlavní příčinou byl vyšší než očekávaný vývoj inflace a obavy ze sekundárních dopadů nákladových šoků, které vyplývají ze změny nepřímých daní, růstu regulovaných cen a cen potravin. Tyto proinflační faktory i nadále představují významná rizika přestřelení inflační prognózy ČNB. Jsou však zmírňována silným nominálním kurzem koruny a perspektivou pomalejšího hospodářského růstu v EMU.

Zvýšení základních úrokových sazeb ČNB a akcelerační inflace v posledních měsících roku 2007 posunuly krátkodobou výnosovou křivku mezibankovních sazeb směrem nahoru. Celkový průměr za rok 2007 činil 3,09 % V průměru za rok 2008 se odhaduje na úrovni 4,0 %, a v roce 2009 potom 3,5 %.

Nejen pro akciovou společnost ABC, ale i pro většinu podniků je sledování vývoje úrokových sazeb velmi významné, neboť úvěry jsou významným zdrojem financování investic podniků. Předpokládá se zvyšování úrokových sazeb, což se může výrazně promítnout do nákladů podniku.

3.1.1.5 Státní rozpočet a daně

Podle aktuálních odhadů dosáhl **deficit v roce 2007 hodnoty 66,4 mld. Kč, což představuje 1,9 % HDP** a setrval tak velmi pravděpodobně pod referenční hranicí danou maastrichtskými konvergenčními kritérii. Za takto příznivým vývojem stojí především rychlý hospodářský růst, který dosáhl hodnot vyšších, než se původně očekávalo, a byl současně

doprovázen vyšším než očekávaným růstem spotřeby domácností a nižší než očekávanou mírou nezaměstnanosti. Tyto faktory se pak promítly do vyššího růstu daňových příjmů, což bylo patrné především u daně z příjmu právnických osob.

Je nutno podotknout, že dosavadní průběh vývoje daňových sazeb je spíše příznivý, od roku 2003 se daňová sazba daně z příjmů právnických osob snížila z 31 % na 24 %. **S účinností od 1.1.2008 se sazba daně z příjmů právnických osob mění na 21%, s účinností od 1.1.2009 na 20% a s účinností od 1.1.2010 na 19%,** což je pro podnikatelské subjekty jistě pozitivní skutečnost.¹⁹

3.1.1.6 Platební bilance

Vnější rovnováha české ekonomiky se v roce 2007 zlepšila. Schodek běžného účtu platební bilance dosáhl 2,5 % nominálního HDP oproti 3,1 % v roce 2006. Výdajové položky běžného účtu převýšily jeho příjmy o 89 mld. Kč při zhoršujícím vlivu bilance výnosů a zlepšujícím příspěvku výkonové bilance. Finanční účet skončil stamiliardovým přebytkem, bohatě pokrývajícím deficit běžného účtu. I tento parametr rovnováhy se tak zlepšil.

Zahraniční obchod se zbožím a službami skončil přebytkem ve výši 172,9 mld. Kč, tj. 4,9 % HDP v běžných cenách (v roce 2006 pouze 3,3 %). Přbytek obchodní bilance překonal stamiliardovou hranici (-117,5 mld.) a byl tak o čtyři pětiny vyšší než v roce 2006. České firmy vyvezly o 328 mld. Kč mezeročně více, dovoz stoupl o 275 mld. Kč. ČR má jako jediná z nových zemí EU kladnou obchodní bilanci. Pokračuje tendence zvyšování obchodního přebytku se zeměmi EU a zvyšování deficitu s ostatními teritorii.

3.1.2 Analýza mezzoprostředí- odvětvová analýza

Jak již bylo uvedeno dříve, předmětem činnosti akciové společnosti ABC je především dodávání materiálu a poskytování služeb pro stavebnictví. Dodává také technologie pro hydroizolace plochých střech, zatepluje pláště budov, je také zhotovitelem stavebního díla. Tyto činnosti bychom mohli dle odvětvové klasifikace ekonomických činností²⁰ (OKEČ) zařadit následovně:²¹

Sekce F- Stavebnictví

- 45.21 0 Výstavba pozemních a inženýrských staveb

¹⁹ Zákon č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů, § 21.

²⁰ OKEČ je od 1.1.2008 nahrazena **Klasifikací ekonomických činností (CZ-NACE)**. Ve statistických zjišťováních a prezentaci statistických dat se v kalendářním roce 2008 používá i nadále klasifikace OKEČ.

²¹ Údaje pořízeny z výpisu z registru ekonomických subjektů vedený statistickým úřadem dle § 20 zákona č. 89/1995 Sb., o státní statistické službě.

Sekce K- Podnikatelské činnosti

- 74.20 1 Architektonické a inženýrské činnosti (včetně projektování)
- 74.87 0 Ostatní podnikatelské činnosti
- 74.14 0 Poradenství v oblasti podnikání a řízení

Sekce G- Obchod

- 52.10 0 Maloobchod v nespecializovaných prodejnách

Sekce D- Zpracovatelský průmysl

Subsekce DG- Výroba chemických látek, přípravků, léčiv a chemických vláken

- 24.13 0 Výroba jiných základních anorganických chemických látek

Sekce I- Doprava, skladování a spoje

- 63.12 0 Skladování
- 63.11 0 Manipulace s nákladem

Odvětvová klasifikace ekonomických činností slouží pro třídění jednotek podle druhu ekonomické činnosti, kterou se zabývají. Cílem tohoto třídění je možnost postavit k sobě jednotky vzájemně co nejvíce podobné druhem své činnosti. Ovšem většina jednotek provádí činnosti smíšeného charakteru. Pro přiřazení jednoho kódu OKEČ jedné jednotce je nezbytné stanovit hlavní (převažující) činnost. Vedle hlavní činnosti jednotka ještě může vykonávat činnosti vedlejší. Kromě toho zpravidla jednotka vykonává tzv. pomocné (doplňkové) činnosti, které slouží pouze příslušné jednotce, tvoří součást konečného produktu jednotky, jsou součástí běžných nákladů jednotky. K pomocným činnostem patří např. účetnictví, přeprava, skladování, nákup, prodejní reklama, opravy a údržba.

Také oceňovaný podnik ABC, a.s. vykonává činnosti smíšeného charakteru. Pro zařazení tohoto ekonomického subjektu dle OKEČ vyjdeme tedy ze specifického pravidla určení hlavní činnosti, které zní: **“Ekonomické subjekty stavebního charakteru, převážně zaměřené na instalaci a montáž jakéhokoliv vybavení, se zařazují do sekce stavebnictví (oddíl 45). Instalace, která je poskytována jako služba související s prodejem zařízení, je přidruženou činností (např. maloobchodu - oddíl 52)“.**²²

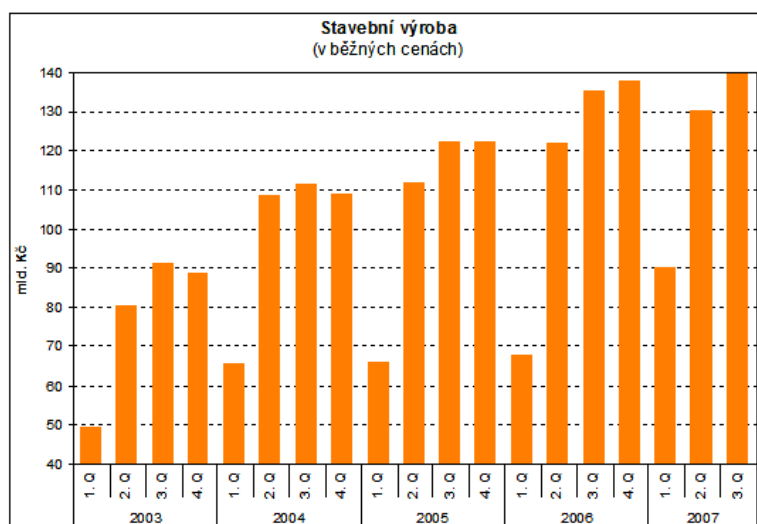
Pro analýzu mezzoprostředí má vymezení příslušnosti podniku k odvětví velký význam. Na jeho základě můžeme provést identifikaci základních charakteristik odvětví a také vypracovat prognózu jeho dalšího vývoje.

²² Citováno z dokumentu Pravidla pro zařazení ekonomického subjektu dle OKEČ dostupné na www.czso.cz.

3.1.2.1 Stavebnictví- současný stav a perspektivy odvětví

Stavebnictví je klasickým příkladem cyklického odvětví, které kopíruje hospodářský cyklus. Z hlediska hodnoty podniku při aplikaci především výnosových modelů je důležitý znak, že cyklická odvětví dosahují ve fázi expanze velmi dobré výsledky, nejhorší výsledky pak v období recese, kdy klesá poptávka po jejich produktech a službách. Následující graf zachycuje vývoj stavební výroby v jednotlivých čtvrtletích let 2003- 2007. Rokem 2000 nastalo období oživení a růstu, který trvá doposud, i když s proměnlivou dynamikou. Rok 2006 tak byl již sedmým rokem nepřetržitého růstu objemu stavební produkce, který se oproti roku 2000 zvýšil téměř o 50 %. Tempa meziročního růstu ve srovnatelných cenách se pohybovala v intervalu +2,5 až +9,7 %, z toho v roce 2006 o +6,6 %.

Graf 3.1.2.1- 1 Vývoj stavební výroby 2003-2007



(Zdroj dat: publikace ČSÚ *Ukazatele sociálního a hospodářského vývoje České republiky od konce roku 1990 do konce 3. čtvrtletí 2007*)

Z grafu je patrný sezónní a cyklický charakter stavebnictví, neboť v prvním čtvrtletí roku, kam spadají dva nejchladnější měsíce, leden a únor, objem stavebních prací pochopitelně klesá.

Stavební práce stimulují HDP a vytvářejí základ pro možný budoucí ekonomický růst. Stavebnictví je proto též významným indikátorem celkového stavu hospodářství a jeho dalšího vývoje. Jako jeden ze zdrojů HDP se na jeho tvorbě podílí čím dál vyšší mírou.

Tab. 3.1.2.1-1 Podíl stavebnictví na tvorbě HDP v mil. Kč, běžné ceny

Rok	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Podíl stavebnictví na HDP	127 961	133 750	139 096	149 213	164 494	179 924	186 245

(Zdroj: ČSÚ)

Počet podniků s převažující stavební činností, které byly registrovány Českým statistickým úřadem, na konci roku 1999 přesáhl 200 000 subjektů a od té doby se pohybuje nad touto hranicí. Z celkového počtu registrovaných podniků všech odvětví, kterých na konci roku 2006 bylo 2 430 481, měly **stavební podniky podíl 11,41 % (277 286 subjektů, z toho 846 akciových společností)**. Významné postavení mají podniky s 20 a více zaměstnanci, přestože jejich podíl v roce 2006 dosáhl necelé procento a počet se v posledních letech ustálil nad hranicí 2 400. Jejich postavení vyplývalo z podílu na stavební produkci a na zaměstnanosti.

Skutečnost, že stavebnictví je poptávané a prosperující odvětví, dokazují následující tabulky.

Tab. 3.1.2.1- 2 Vývoj objemu stavební produkce (v mld. Kč)

Rok	Stálé ceny (ceny roku 2000)	Běžné ceny
2000	258,9	259,7
2001	283,8	295,7
2002	290,9	311,2
2003	317,0	346,8
2004	347,7	394,3
2005	362,1	422,7
2006	386,1	463,1

(Zdroj: Publikace Stavebnictví ČR 2007 dostupné na www.mpo.cz)

Tab. 3.1.2.1-3 Produkce podniků do 19 a s 20 a více zaměstnanci

Rok		mld. Kč, b.c.	%
2000	Podniky s 19 a méně zaměstnanci Podniky s 20 a více zaměstnanci	66,724 192,946	25,7 74,3
2001	Podniky s 19 a méně zaměstnanci Podniky s 20 a více zaměstnanci	78,006 217,700	26,4 73,6
2002	Podniky s 19 a méně zaměstnanci Podniky s 20 a více zaměstnanci	84,899 226,273	27,3 72,7
2003	Podniky s 19 a méně zaměstnanci Podniky s 20 a více zaměstnanci	100,525 246,227	29,0 71,0
2004	Podniky s 19 a méně zaměstnanci Podniky s 20 a více zaměstnanci	116,098 278,207	29,4 70,6
2005	Podniky s 19 a méně zaměstnanci Podniky s 20 a více zaměstnanci	132,065 290,672	31,2 68,8
2006	Podniky s 19 a méně zaměstnanci Podniky s 20 a více zaměstnanci	142,193 320,867	30,7 69,3

(Zdroj: Publikace Stavebnictví ČR 2007 dostupné na www.mpo.cz)

Podniky s 20 a více zaměstnanci vyprodukovaly v roce 2006 práce v objemu 320,9 mld. Kč, jejich podíl dosáhl 69,3 % a meziročně se zvýšil v běžných cenách o +10,4 % a reálně o +6,6 %. Podniky s 19 a méně zaměstnanci provedly ve stejném roce práce v objemu 142,2 mld. Kč, což znamenalo růst proti roku 2005 v běžných cenách +7,7 % a reálný růst + 6,7 %. Podíl podniků s 19 a méně zaměstnanci na celkové stavební produkci se zvýšil z cca 26 % v roce 2000 na téměř 31 % v roce 2006.

Tab. 3.1.2.1-4 Zakázky* na stavební práce ke konci roku (mld. Kč, běžné ceny)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Celkem	102,644	118,912	136,501	158,451	212,499	205,390	227,530
v tuzemsku	100,033	115,670	134,081	155,862	201,184	194,040	217,782
v zahraničí	2,611	3,242	2,420	2,589	11,315	11,350	9,748

(Zdroj: Publikace Stavebnictví ČR 2007 dostupné na www.mpo.cz)

* Zahrnuty jsou zakázky na práce povahy hlavní stavební výroby, tj. OKEČ 451 a 452, ve stavebních podnicích s 20 a více zaměstnanci.

Od roku 1993, od kdy jsou zakázky statisticky sledovány, se jejich objem v běžných cenách více než ztrojnásobil, z cca 71 mld. Kč na 227,5 mld. Kč v roce 2006. Přes určitý nárůst objemu zahraničních zakázek v posledních letech výrazně převládají zakázky tuzemské s podílem 95 a více procent.

Tab. 3.1.2.1- 5 Tuzemské zakázky* podle charakteru prací ke konci roku (mld.Kč, běžné ceny)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Nová výstavba **	95,387	110,823	127,777	147,686	193,299	185,750	210,174
Opravy a údržba	4,485	4,749	6,182	7,379	7,099	7,596	7,467
Ostatní práce	0,161	0,098	0,122	0,797	0,786	0,693	0,142

(Zdroj: Publikace Stavebnictví ČR 2007 dostupné na www.mpo.cz)

* Zahrnuty jsou zakázky stavebních podniků s 20 a více zaměstnanci. ** včetně modernizací a rekonstrukcí

Z tuzemských zakázek výrazně převládají zakázky na novou výstavbu, včetně rekonstrukcí a modernizací. V porovnání se zahraničím je podíl nové výstavby nadprůměrný a lze ho vysvětlit vysokou potřebou nových stavebních fondů, a to jak budov, tak infrastrukturních staveb, příp. modernizací a rekonstrukcí stávajících fondů. To snižuje objem i podíl zakázek na opravy a údržbu pod míru obvyklou např. v západoevropských zemích-objem zakázek na tento typ zakázek se v posledních letech ustálil na cca 7,5 mld. Kč, což představuje méně než 4% z objemu tuzemských zakázek a výše uvedené 3,3 % z celkového objemu zakázek.

Proti roku 2005 se objem zakázek ke konci roku 2006 zvýšil téměř o +11 %, z toho zakázek na práce v tuzemsku o než +12 % a z nich na novou výstavku o více než +13 %. Mírně se snížil objem zakázek na opravy a údržbu a výrazně se snížil objem zakázek na ostatní práce, téměř o -80 %.

Ze směrů nové výstavby se zvýšil relativně nejvíce objem zakázek na nebytové výrobní budovy, o více než +44 %, což může **signalizovat další oživení produkční sféry české ekonomiky**. Zvýšil se i objem nejsilnějšího směru výstavby, tj. inženýrských staveb, představovaný zejména vládními zakázkami na infrastrukturní projekty, jak silniční, tak železniční. Růst byl zaznamenán i v případě bytové stavby. Naproti tomu k meziročnímu poklesu došlo v případě objemu zakázek na nebytové nevýrobní budovy a vodohospodářské stavby, v obou případech o více než -5,5 %. Výše uvedené prokazuje následující tabulka.

Tab. 3.1.2.1-6 Tuzemské zakázky na novou výstavbu* podle směrů výstavby ke konci roku (mld. Kč, běžné ceny)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Budovy						
-bytové	13,234	18,506	20,455	22,053	25,637	29,785
-nebytové nevýrobní	26,849	29,115	40,998	33,384	38,011	35,802
-nebytové výrobní	8,956	7,525	8,701	12,079	15,397	22,205
Stavby						
-inženýrské	59,807	70,352	74,109	122,508	103,785	119,626
-vodohospodářské	1,977	2,279	3,422	3,275	2,920	2,756

(Zdroj: Publikace Stavebnictví ČR 2007 dostupné na www.mpo.cz)

* Zahrnuty jsou zakázky stavebních podniků s 20 a více zaměstnanci; včetně modernizací a rekonstrukcí.

Ke konci roku 2006 tvořilo zásobu tuzemských zakázek 15 495 zakázek o průměrné velikosti 14,055 mil. Kč. Během následujících šesti měsíců, tj. v 1. pololetí 2007, mají být realizovány zakázky v objemu 92,2 mld. Kč; v dalších šesti měsících, tj. v 2. pololetí 2007, pak zakázky v objemu 66,2 mld. Kč.

Další doplňkové skutečnosti dokládá následující tabulka. Týká se například cen stavebních prací, kdy po výrazném vzestupu cen těchto prací na začátku 90. let, trend růstu cen sice zůstal, ale roční tempa se postupně snižovala, aby se v posledních letech ustálila na úrovni kolem +3 %. Za zmínku stojí i stoupající průměrný počet pracovníků ve stavebních podnicích, i když v roce 2006 se jejich počet snížil o cca 20 000 osob. Tento vývoj byl ovlivňován konjunkturálním vývojem stavebnictví a významným činitelem se stal růst produktivity práce. V roce 2006 dosáhla nominální měsíční mzda zaměstnance 20 304 Kč. Proti roku 2005 se zvýšila o +1 378 Kč, tj. o 7,3 %.

Tab. 3.1.2.2-7 Vybrané ukazatele České republiky- STAVEBNICTVÍ

Ukazatel		2002	2003	2004	2005	2006
Tržby ve stavebnictví²³ (průměrné tempo růstu tržeb ve stavebnictví je 5,1%)	% r/r reálně	-3,5	11,2	4,5	3,7	9,8
Ceny stavebních prací²⁴	% r/r průměr	2,7	2,2	3,7	3,0	2,9
Průměrný počet pracovníků ve stavebních podnicích	tis. osob	435,6	438,6	451,1	457,5	437,9
Průměrná hrubá měsíční mzda ve stavebních podnicích*	Kč	15 843	16 982	18 125	18 926	20 304

Pramen: ČSÚ, MF, MPO

pozn. r/r meziroční změna

* Mzda ve stavebních podnicích s 20 a více zaměstnanci.

Při posuzování finanční ekonomické situace stavebních podniků a finančního ekonomického vývoje stavebnictví se za reprezentativní vzorek považují stavební podniky se 100 a více zaměstnanci. Tyto v roce 2006 vyprodukovaly stavební práce jednak podle dodavatelských smluv v objemu 210,5 mld. Kč, tj. 65,6 % produkce podniků s 20 a více zaměstnanci, také vlastními pracovníky v objemu 134,5 mld. Viz následující tabulka vybraných finančně ekonomických ukazatelů za roky 2005 a 2006.

Tab. 3.1.2.1-8 Vybrané finančně ekonomické ukazatele

	m.j.	2005	2006
Podíl ziskových podniků	%	85,8	86,3
Podíl ztrátových podniků		14,2	13,7
Rentabilita nákladů		4,6	5,2
vlastního kapitálu		21,3	24,9
výnosů	%	4,4	4,9
aktiv		7,9	8,7
Mzdová nákladovost		8,4	7,9
Hospodářský výsledek na 1 ZM	tis.	148,9	192,5
Produktivita práce z přidané hodnoty	Kč	562,7	648,9

(Zdroj: Publikace Stavebnictví ČR 2007 dostupné na www.mpo.cz)

²³ Tržby ve stavebnictví zahrnují tržby za zboží, vlastní výrobky a služby bez DPH za stavebnictví (OKEČ 45).

²⁴ Ceny stavebních prací jsou zjišťovány čtvrtletně a jsou cenami sjednanými mezi dodavatelem a odběratelem za jednotku stavební práce, včetně materiálu, pro tuzemskou výstavbu.

Vývoj ekonomiky těchto podniků je možné považovat v roce 2006 za příznivý, protože vzrostl podíl ziskových a klesl podíl ztrátových podniků. Také vzrostl hospodářský výsledek přepočtený na 1 zaměstnance a to téměř o +30 %. Vzrostla rentabilita podle všech uvedených veličin a naopak se snížila mzdová nákladovost. Výrazně se zvýšila také produktivita práce a to o více než +15 %.

Z výše uvedených skutečností vyplývá, že stavebnictví je odvětvím do budoucna perspektivním a jistě bude poptáváno množstvím ekonomických subjektů i nadále. Možným budoucím problémem ve stavebnictví se mohou stát klesající počty kvalifikovaných řemeslníků a učňů, kterých je na trhu práce nedostatek. Je ale možno tyto pracovníky nahradit jinými ze zahraničí.

3.1.3 Konkurenční síla podniku z hlediska finančního zdraví

K nastínění konkurenční síly podniku ABC, a.s. se pokusím oceňovaný podnik srovnat s významnými konkurenčními podniky v rámci regionu. Porovnám některé významné údaje, které jsem získala z obchodního rejstříku a internetových stránek vybraných podniků²⁵. Mým cílem bude pomocí indexu IN01 srovnat finanční zdraví mnou vybraných podniků, které se s podnikem ABC, a.s. podobají svým předmětem činnosti, velikostí majetku a tržeb a působí na území Moravskoslezského kraje. Jsou to:

GMP MIX, a.s., mající sídlo společnosti v Ostravě-Mariánských Horách. Společnost byla založena roku 1998. Jednou z hlavních činností firmy je provádění izolací plochých střech na občanských a průmyslových stavbách, dále staví rodinné domy na klíč a zajišťuje rekonstrukce objektů.

LEKOS, spol. s r.o., sídlící v Moravské Ostravě. Firma na trhu působí od roku 1991. K hlavním činnostem společnosti náleží provádění bytových a občanských staveb, projekční činnost v investiční výstavbě a prodej stavebních materiálů.

WARSTAV, spol. s r.o., svou činnost provozuje v Ostravě- Vítkovicích od roku 1998. Předmětem činnosti podniku je provádění staveb včetně jejich změn, udržovacích prací na nich a jejich odstraňování. Společnost disponuje potřebnými prostředky pro provádění všech stavebních prací- např. sanace, zateplování, komplexní provádění oprav a zateplování střešních pláštů.

²⁵ GMP MIX, a.s.- spisová značka B 1932 vedená u rejstříkového soudu v Ostravě; www.gmpmix.cz,
LEKOS, spol. s r.o.- spisová značka C 2076 vedená u rejstříkového soudu v Ostravě; www.lekos.cz,
WARSTAV, spol. s r.o.- spisová značka C 17759 vedená u rejstříkového soudu v Ostravě; www.warstav.cz.

Tab. 3.1.3-1 Základní finanční veličiny srovnávaných podniků- AKTIVA (v tis.Kč)

Agregované položky rozvah	ABC	GMP MIX	LEKOS	WARSTAV
Aktiva celkem	50 961	58 567	67 308	69 396
Dlouhodobý majetek	12 293	12 519	8 632	1 828
Dlouhodobý nehmotný majetek	292	0	159	52
Dlouhodobý hmotný majetek	12 001	12 519	7 597	1 776
Dlouhodobý finanční majetek	0	0	876	0
Oběžný majetek	38 251	45 423	54 959	67 246
Zásoby	7 158	9 842	19 252	1 569
Dlouhodobé pohledávky	113	259	1 654	4 444
Krátkodobé pohledávek	19 722	26 231	29 333	56 615
Krátkodobý finanční majetek	11 258	9 091	4 720	4 618
Ostatní aktiva	417	625	3 717	322

Tab. 3.1.3-2 Základní finanční veličiny srovnávaných podniků- PASIVA (v tis.Kč)

Agregované položky rozvah	ABC	GMP MIX	LEKOS	WARSTAV
Pasiva celkem	50 961	58 567	67 308	69 396
Vlastní kapitál	4 996	10 718	20 603	17 739
Základní kapitál	1 000	10 200	102	1 000
Kapitálové fondy	0	0	695	0
Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní	100	200	16	100
Výsledek hospodaření z minulých období	0	-1 023	17 311	14 200
Výsledek hospodaření běžného účetního období	3 896	1 341	2 479	2 439
Cizí zdroje	45 965	47 388	43 165	51 532
Rezervy	2 383	0	796	2092
Dlouhodobé závazky	9 028	495	168	2 154
Krátkodobé závazky	32 954	31 348	27 558	35 601
Bankovní úvěry a výpomoci	1 600	15 545	14 643	11 685
- z toho bankovní úvěry - dlouhodobé	1 600	7 247	12 051	1 279
- z toho bankovní úvěry - krátkodobé	0	8 298	2 592	10 406
Ostatní pasiva	0	461	3 540	125

Tab. 3.1.3-3 Základní finanční veličiny srovnávaných podniků- Výkaz zisků a ztrát (v tis.Kč)

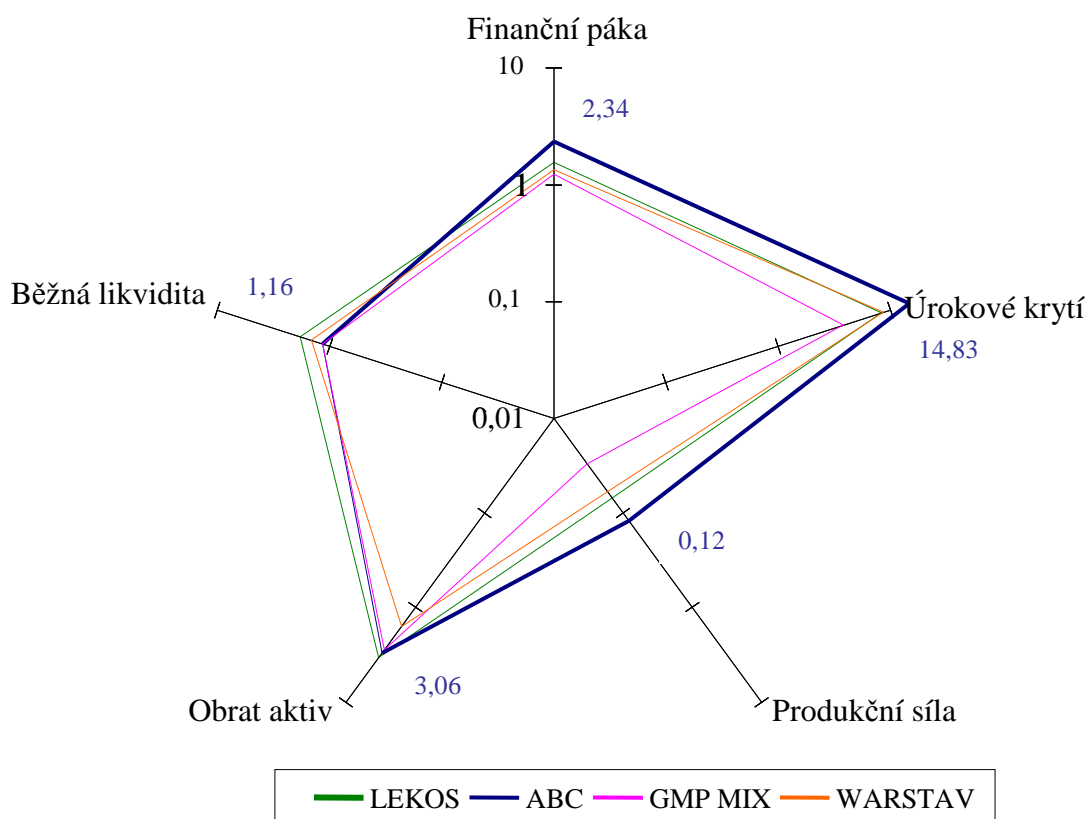
Agregované položky výkazu zisku a ztráty	ABC	GMP MIX	LEKOS	WARSTAV
Provozní výnosy	153 156	161 617	225 575	111 560
Provozní náklady	148 801	160 667	217 747	107 381
Provozní HV	4 355	950	7 828	4 179
Finanční výnosy	2 403	2 052	782	167
Finanční náklady	1 357	1 529	4 450	689
Nákladové úroky	412	522	563	477
Finanční HV	1 046	523	- 3 668	-522
Daň z příjmu za běžnou činnost	1 800	130	1 681	1 218
HV za běžnou činnost	3 601	1 343	2 479	2 439
Mimořádné výnosy	521	0	0	0
Mimořádné náklady	226	2	0	0
Daň z příjmu za mimořádnou činnost	0	0	0	0
Mimořádný HV	295	-2	0	0
Výnosy celkem	156 080	163 669	226 357	111 727
Náklady celkem	152 184	162 328	223 878	109 288
Hospodářský výsledek za účetní období	3 896	1 341	2 479	2 439
EBIT (HV před zdaněním + nákladové úroky)	6 108	1 993	4 723	4 134

Tab. 3.1.3-4: Výpočet indexu IN01

Ukazatel	Vzorec	ABC	GMP MIX	LEKOS	WARSTAV
Finanční páka	A / CZ	2,34	1,23	1,56	1,35
Úrokové krytí	EBIT / NÚ	14,83	3,82	8,39	8,66
Produkční síla	EBIT / A	0,12	0,03	0,07	0,06
Obrat aktiv	T / A	3,06	2,79	3,36	1,6
Běžná likvidita	OA / (KZ + KBÚ)	1,16	1,15	1,82	1,46
IN01	$0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{NÚ} + 3,92 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{T}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{(KrdZ + KrdBÚ)}$				
		2,15	1,12	10,13	1,68

Srovnání těchto významných ukazatelů je možné provést také graficky pomocí paprskového grafu, nejlepšího výsledku pak dosahuje podnik s největší plochou pětiúhelníku.

Obr. 3.1.3-1 Srovnání podniků pomocí vybraných ukazatelů



Vyhodnocení indexu IN01:

- $IN01 > 1,77$ - podnik tvoří hodnotu,
- IN v intervalu $< 0,75-1,77 >$ šedá zóna, tj. bonitní podniky netvořící hodnotu,
- $IN01 < 0,75$ podnik spěje k bankrotu.

Pro průmyslový podnik tedy znamená dosažená hodnota indexu $IN01 > 1,77$, že s pravděpodobností 67% tvoří hodnotu. Hodnota $IN01 < 0,75$ znamená, že podnik s 86% pravděpodobností spěje k bankrotu.

Výsledky výpočtu indexu $IN01$ ukazují, že společnosti **GMP MIX, a.s.** a **WARSTAV, spol.s r.o.** se nachází v tzv. šedé zóně, ve které podniky nebankrotují, ale také nevytváří žádnou hodnotu. Společnost **LEKOS, spol. s r.o.** tvoří vysokou hodnotu. Mnou oceňovaný podnik **ABC, a.s.**, s hodnotou indexu $IN01$ 2,15, je také podnikem tvořící hodnotu.

Je třeba zdůraznit, že hodnocení je provedeno pouze za jediné období (rok 2006) a nelze tedy vyvozovat definitivní výroky nad budoucností podniků. Přesto toto porovnání může naznačit, jak na tom oceňovaný podnik v oblasti finančního zdraví je. Také je důležité

připomenout, že index IN01 má pouze pravděpodobnostní charakter, který nedokáže nahradit podrobnou finanční analýzu. Společnost ABC, a.s. tedy v další kapitole, v rámci finanční analýzy, podrobíme důkladnějšímu zkoumání finančního zdraví podniku.

3.1.4 Vyhodnocení vnějšího potenciálu podniku

Makroekonomické predikce jsou pro podnik příznivé. Předpokládá se i nadále stabilní růst HDP, i když v roce 2008 s mírným zpomalením. Pro tento rok se odhaduje zpomalení růstu spotřeby domácností vlivem zrychlení inflace a zpomalení disponibilních důchodů domácností. Průměrná míra inflace byla dlouhodobě nízká (2-3 %), tento trend ovšem narušil dramatický nárůst spotřebitelských cen na konci roku 2007. Tento mimořádný vývoj se odrazí i v dalším roce. Navíc se mají projevit i zvýšená administrativní opatření (změna snížené sazby DPH z 5% na 9%, zvýšení spotřební daně z cigaret, poplatky u lékaře, růst ceny elektřiny atd.). V roce 2008 tedy očekáváme zvýšení míry inflace na 5,5%, avšak dle ekonomů je tento trend jednorázový a inflace by se měla vrátit ke třem až čtyřem procentům. Obavy z inflace přiměly ČNB k zvýšení základní úrokové sazby o čtvrt procentního bodu na 3,75 %, nejvyšší hodnotu od dubna 2002.

Odvětví, ve kterém podnik působí, patří mezi nejvýznamnější hospodářská odvětví ČR a také dlouhodobě významně přispívá k celkovému růstu české ekonomiky. Důkazem, že se jedná o prosperující odvětví i v budoucnu, je neustále rostoucí vývoj objemu stavební produkce; zvyšuje se také počet zakázek, a to především tuzemských. Největší zájem investorů byl o novou výstavbu, která v sobě zahrnuje rekonstrukci a modernizaci. Zvyšuje se zájem také o inženýrské a bytové stavby. Největší podíl na tržbách mají významné stavební podniky jako například Skanska CZ, a.s. či Metrostav, a.s., které jsou tahouny odvětví. I když společnost ABC, a.s. zdaleka nedosahuje takových tržeb, v odvětví má své nezastupitelné místo. Její profilace předmětu činnosti a kvalita poskytovaných služeb je v Moravskoslezském kraji ojedinělá.

Při porovnávání konkurenční síly v oblasti finančního zdraví s některými regionálními konkurenty lze vysledovat dobrou finanční kondici oceňovaného podniku ABC, a.s., jejímuž bližšímu rozboru se budu věnovat v další kapitole věnované finanční analýze podniku.

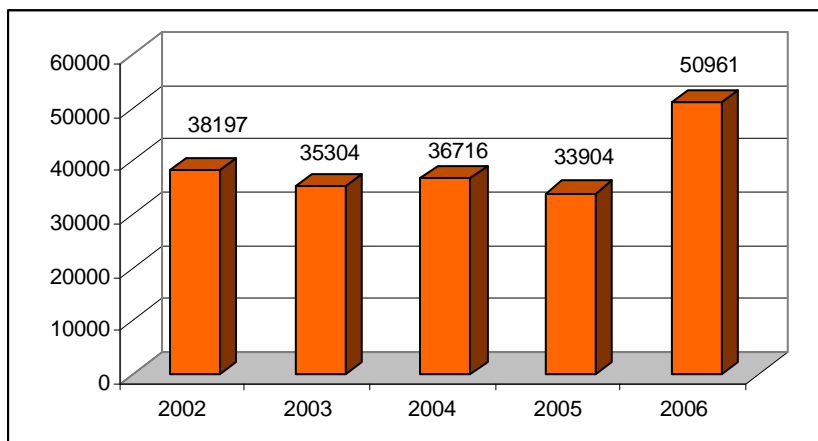
3.2 Finanční analýza

Součástí stanovení hodnoty podniku je i hodnocení finančního zdraví podniku. Podkladem pro zpracování finanční analýzy jsou účetní závěrky společnosti za období z let 2002 až 2006. Hodnoty jsou uvedeny v tis. Kč, není-li uvedeno jinak.

3.2.1 Analýza výkazu rozvaha

Základním, výchozím postupovým krokem při zpracování analýzy finanční situace je **analýza bilanční sumy**. Sledujeme, jak se celková bilanční suma v čase změnila. Ve zdravých a stabilizovaných společnostech platí, že bilanční suma v čase roste. Z následujícího grafu je zřejmé, že v letech 2002- 2005 byla bilanční suma prakticky konstantní, v posledním roce vzrostla o cca 17 mil.Kč.

Graf 3.2.1-1 Vývoj bilanční sumy v letech 2002-2006 (v tis. Kč)



3.2.1.1 Aktiva

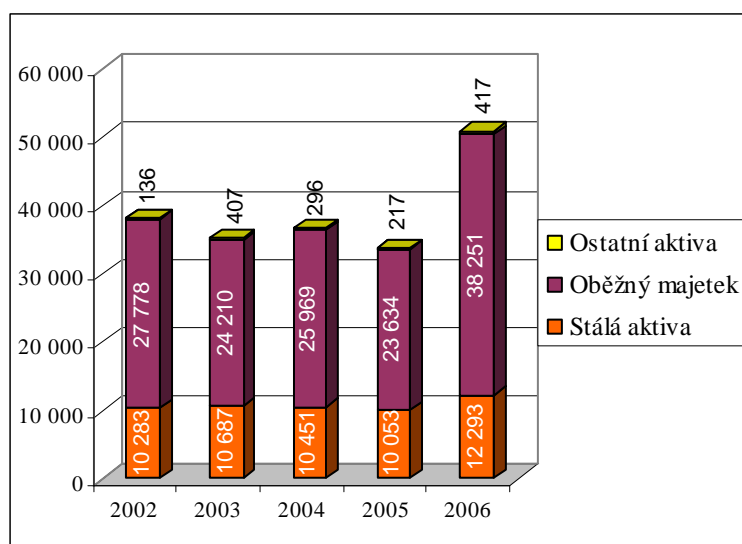
Tab. 3.2.1.1-1 Vývoj majetkové struktury podniku

	2002		2003		2004		2005		2006	
	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%
Aktiva celkem	38 197	100,0	35 304	100,0	36 716	100,0	33 904	100,0	50 961	100,0
Stálá aktiva	10 283	26,9	10 687	30,3	10 451	28,5	10 053	29,6	12 293	24,1
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0,0	0	0,0	32	0,1	32	0,1	292	0,6
Dlouhodobý hmotný majetek	10 283	26,9	10 687	30,3	10 419	28,4	10 021	29,5	12 001	23,5
Dlouhodobý finanční majetek	0	0,0	0	0,0	0	0,00	0	0,0	0	0,0
Oběžný majetek	27 778	72,7	24 210	68,5	25 969	70,7	23 634	69,7	38 251	75,1
Zásoby	6 861	17,9	8 478	24,0	6 309	17,2	6 191	18,3	7 158	14,1
Dlouhodobé pohledávky	0	0,0	0	0,0	0	0,0	76	0,2	113	0,2

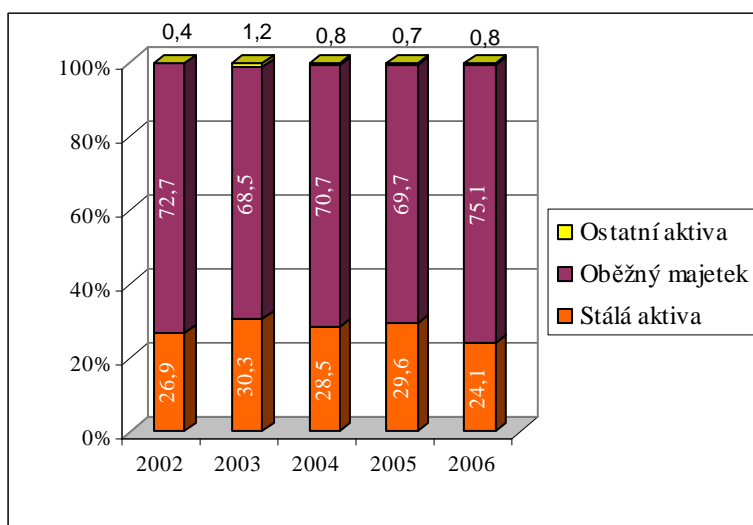
Krátkodobé pohledávky	15 074	39,5	9 858	27,9	11 957	32,6	13 970	41,2	19 722	38,7
Krátkodobý finanční majetek	5 843	15,3	5 874	16,6	7 703	20,9	3 397	10,0	11 258	22,1
Ostatní aktiva	136	0,4	407	1,2	296	0,8	217	0,7	417	0,8

Výše uvedená tabulka představuje agregovaný přehled některých součtových položek aktiv podniku. Celkový objem aktiv se v letech 2002- 2005 měnil jen nepatrně a jeho výše se pohybovala okolo 35 mil. Kč. Výjimku tvoří rok 2006, kdy celkový objem aktiv vzrostl na úroveň cca 51 mil. Kč. Projevila se tak investiční činnost podniku, kdy podnik investoval do nákupu dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku. V roce 2006 **stálá aktiva** tvořila přibližně 24,1 % z celkových aktiv podniku, převážnou část těchto stálých aktiv tvoří stavby (6 698 ti. Kč), menší podíl představují samostatné movité věci (4 175 tis. Kč), pozemky (1 124 tis. Kč) a dlouhodobý nehmotný majetek (292 tis. Kč). Na růstu celkového objemu aktiv v roce 2006 se významně podílel i nárůst **oběžného majetku**. Tento tvoří 75,1 % ze sumy aktiv. Při zkoumání příčiny růstu oběžného majetku lze vysledovat růst položky zásob, především nedokončené výroby a polotovary, dále dlouhodobých i krátkodobých pohledávek, což svědčí o růstu tržeb podniku za realizovanou produkci. Významně vzrostla i položka krátkodobého finančního majetku, na níž se především podílí účty v bankách (10,5 mil. Kč). Stav peněžních prostředků podniku po celou dobu jeho působení zajišťuje jeho dobrou solventnost.

Graf 3.2.1.1-1 Struktura aktiv a.s. ABC v absolutním vyjádření (v tis. Kč)



Graf 3.2.1.1-2 Struktura aktiv a.s. ABC v relativním vyjádření (v %)



3.2.1.2 Pasiva

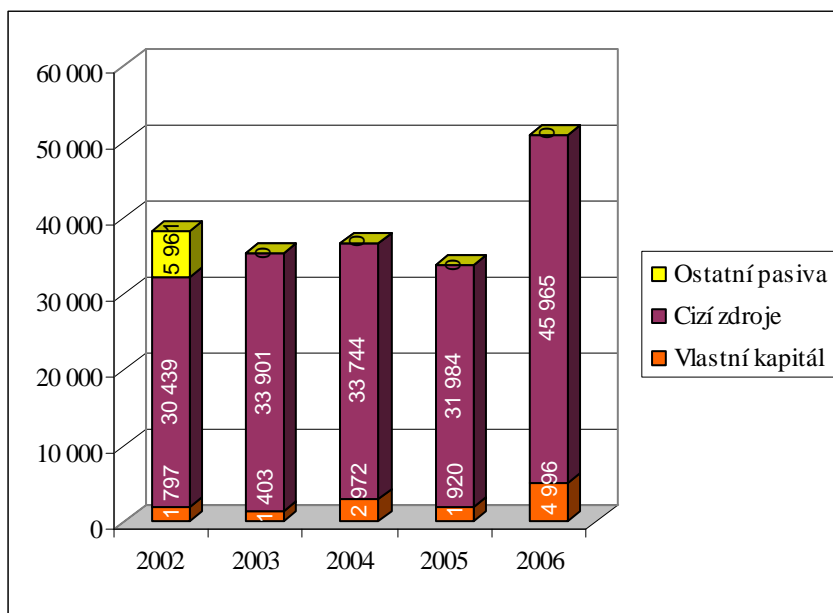
Tab. 3.2.1.2-1 Vývoj vlastnické struktury podniku

	2002		2003		2004		2005		2006	
	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%	částka	%
Pasiva celkem	38 197	100,0	35 304	100,0	36 716	100,0	33 904	100,0	50 961	100,0
Vlastní kapitál	1 797	4,7	1 403	4,0	2 972	8,1	1 920	5,7	4 996	9,8
Základní kapitál	1 000	2,6	1 000	2,8	1 000	2,7	1 000	3,0	1 000	2
Kapitálové fondy	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Rezervní fond a ostatní fondy	0	0,0	100	0,3	100	0,3	100	0,3	100	0,2
VH z minulých období	329	0,9	97	0,3	103	0,3	1 148	3,4	0	0,0
VH běžného účetního období	468	1,2	206	0,6	1 770	4,8	-328	-1	3 896	7,6
Cizí zdroje	30 439	79,7	33 901	96,0	33 744	91,9	31 984	94,3	45 965	90,2
Rezervy	2 996	7,8	2 996	8,5	2 906	7,9	0	0,0	2 383	4,7
Dlouhodobé závazky	4 943	13,0	7 113	20,2	5 016	13,7	9 111	26,9	9 028	17,7
Krátkodobé závazky	18 641	48,8	20 498	58,0	23 093	62,9	20 708	61,0	32 954	64,7
Bankovní úvěry a výpomoci	3 859	10,1	3 294	9,3	2 729	7,4	2 165	6,4	1 600	3,1
Ostatní pasiva	5 961	15,6	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0

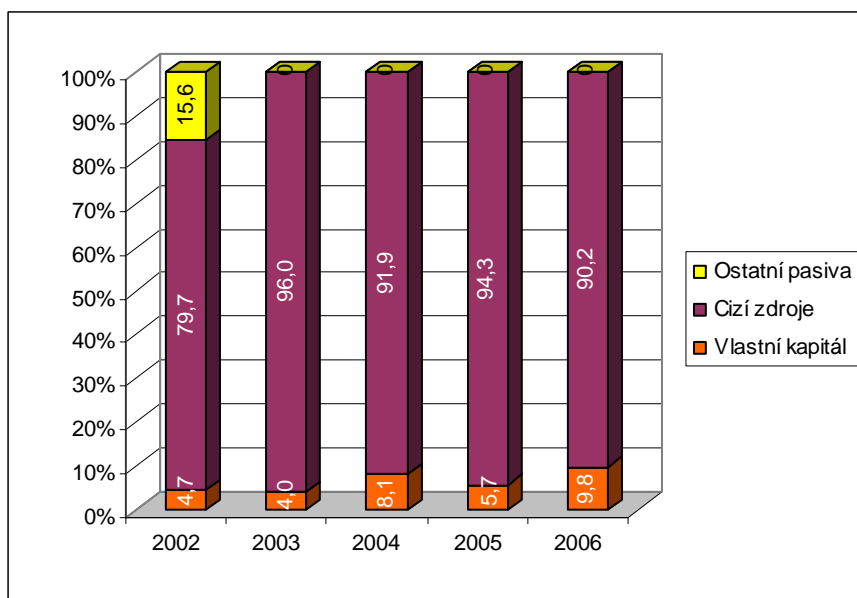
Při pohledu do vnitřní struktury je první složkou **vlastní kapitál**. Základní kapitál je ve sledovaném období stále stejný. Rozdíl mezi vlastním kapitálem a základním kapitálem je v účetním vyjádření zhodnocení kapitálu pro akcionáře. Ve období 2002-2005 hodnota vlastního kapitálu se pohybuje okolo 2 mil. Kč, ale v roce 2006 prudce stoupá na hodnotu cca

5 mil. Kč, a to při neměnné výši kapitálu základního. Tento vývoj je výsledkem ziskovosti podniku. Druhou podstatnou složkou financování jsou **cizí zdroje**. Podíl těchto zdrojů na celkových pasivech, v absolutním vyjádření, má vzestupnou tendenci. V relativním vyjádření podíl cizích zdrojů na celkových pasivech se dlouhodobě pohybuje okolo 90 % z celkové hodnoty pasiv! Při pohledu na absolutní vývoj této veličiny lze vysledovat určité skokové navýšení cizích zdrojů v roce 2006. Příčinou je navýšení krátkodobých závazků z obchodního styku, rezerv a daňových závazků vůči státu.

Graf 3.2.1.2-1 Struktura pasiv a.s. ABC v absolutním vyjádření (v tis.Kč)



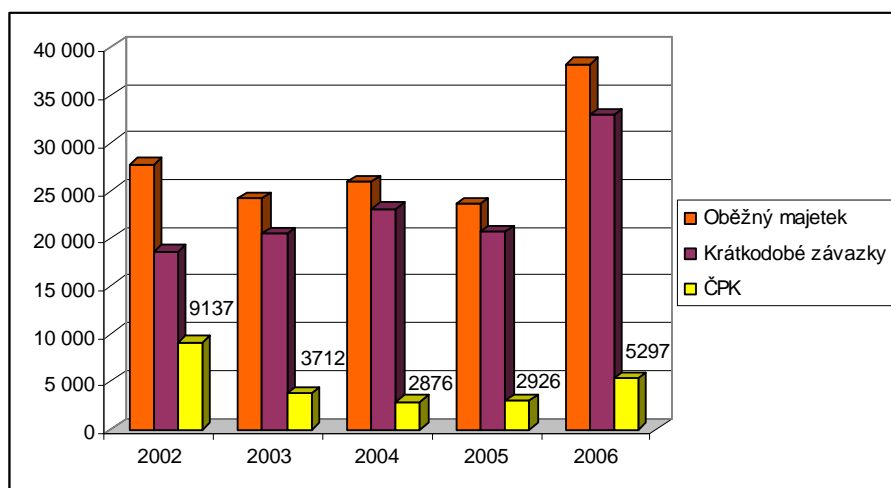
Graf 3.2.1.2-2 Struktura pasiv a.s. ABC v relativním vyjádření (v %)



3.2.1.3 Čistý pracovní kapitál

Pracovní kapitál vypočteme jako rozdíl výše oběžného majetku a krátkodobých závazků. V podstatě reprezentuje část oběžného majetku financovaného z dlouhodobého kapitálu, tzn. je to velikost relativně volné částky kapitálu, která není vázána na krátkodobé závazky. Každý podnik potřebuje tento čistý pracovní kapitál, aby byla zajištěna potřebná míra likvidity. Při pohledu na následující graf je patrná vzestupná tendence výše ČPK v posledním roce. Tato je zapříčiněna především růstem oběžného majetku. V případě ABC a. s. se ČPK pohybuje stále v kladných číslech, což opravňuje k úsudku, že firma má dobré finanční zázemí.

Graf 3.2.1.3-1 Vývoj struktury pracovního kapitálu v a.s. ABC (v tis. Kč)



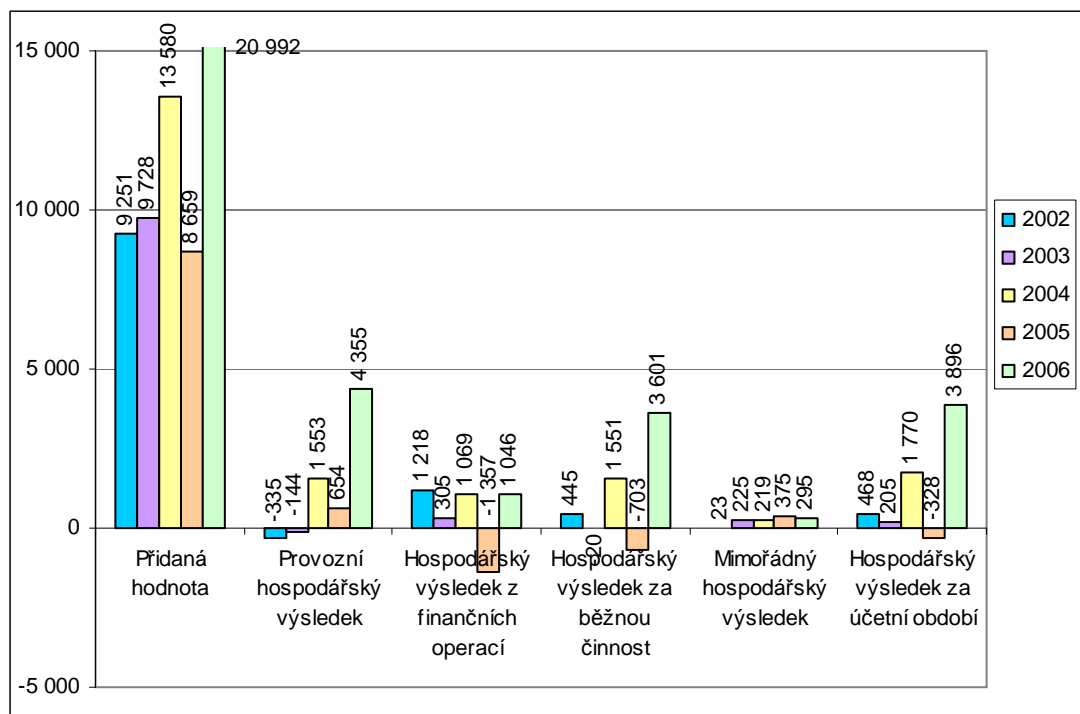
3.2.2 Analýza výkazu zisků a ztrát

V **příloze druhé** je podchycen vývoj jednotlivých položek v účetním výkazu v jednotlivých letech. Pro účely ocenění je podstatný nejen dosažený hospodářský výsledek, ale především důležité je, jak bylo tohoto hospodářského výsledku dosaženo. Konkrétně to znamená, že je nezbytné prozkoumat, zda hospodářský výsledek vzniká v části provozní, jak se podílí část finanční a mimořádná.

Následující graf ukazuje vývoj struktury hospodářského výsledku v období 2002 až 2006. V **prvních dvou letech** byl výsledek hospodaření tvořen především finanční činností podniku, **provozní činnost vykazovala záporné hodnoty**. Důvodem byly vysoké provozní náklady, především náklady vynaložené na prodej zboží a také vysoká materiálová a energetická náročnost výroby. V **dalších letech již provozní činnost vykazuje kladný výsledek hospodaření**, v roce 2006 tento výsledek prudce stoupá a to na výši + 4 355 tis. Kč. Výsledek z finančních operací se pohybuje v kladných hodnotách, výjimku tvoří rok 2005, kdy ostatní finanční náklady vysoce přesáhly finanční výnosy. Mimořádný výsledek

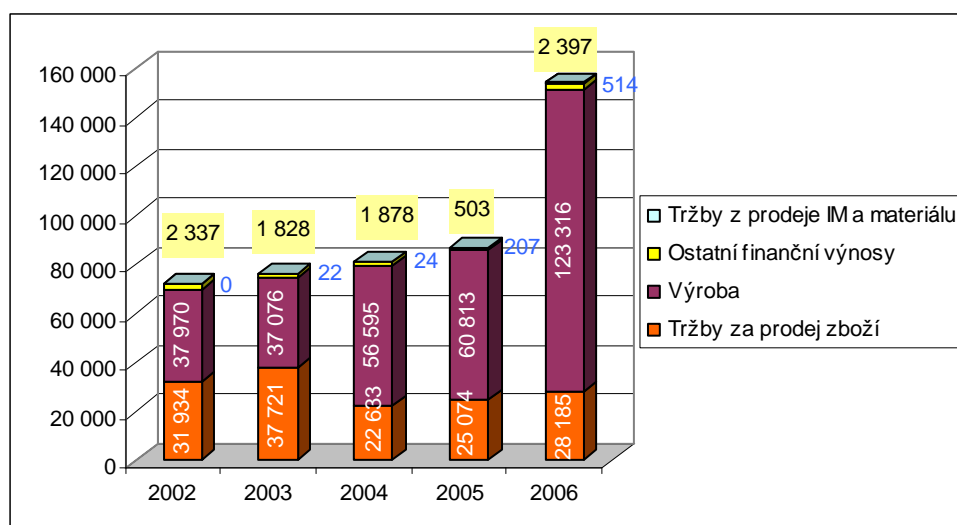
hospodaření firma vytváří v celém sledovaném období, kdy maximální hodnoty dosáhla roce 2005 ve výši 375 tis. Kč.

Graf 3.2.2-1 Struktura tvorby hospodářského výsledku a.s. ABC (v tis. Kč)



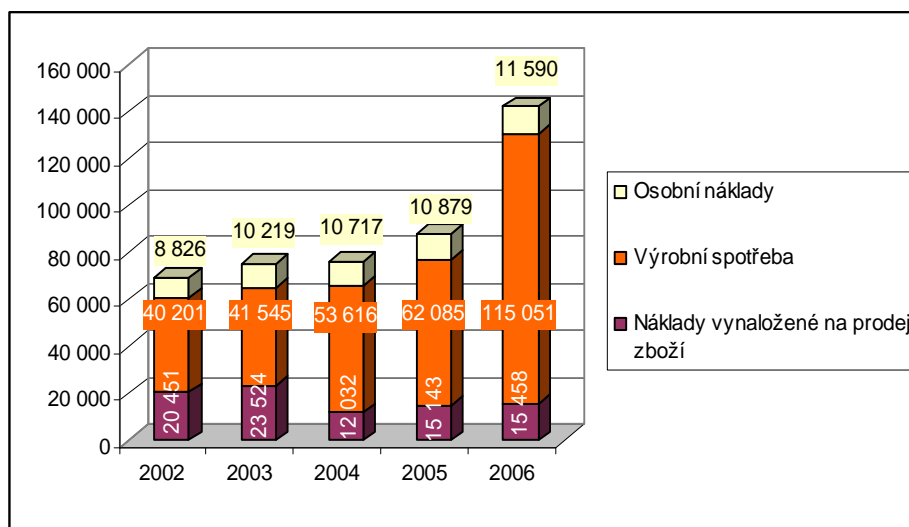
Z dalšího grafu lze vyčíst strukturu výnosů akciové společnosti ABC; pro tuto firmu je klíčová položka Výroba, která má každoročně stoupající tendenci; v roce 2006 hodnota této položky „vyskočila“ dvojnásobně až na +123 316 tis. Kč. Tržby za prodej zboží tvoří také významnou část podnikových tržeb, ale v delším časovém horizontu se stále menším podílem na celkových tržbách firmy.

Graf 3.2.2-2 Vývoj struktury výnosů u a.s. ABC (v tis. Kč)



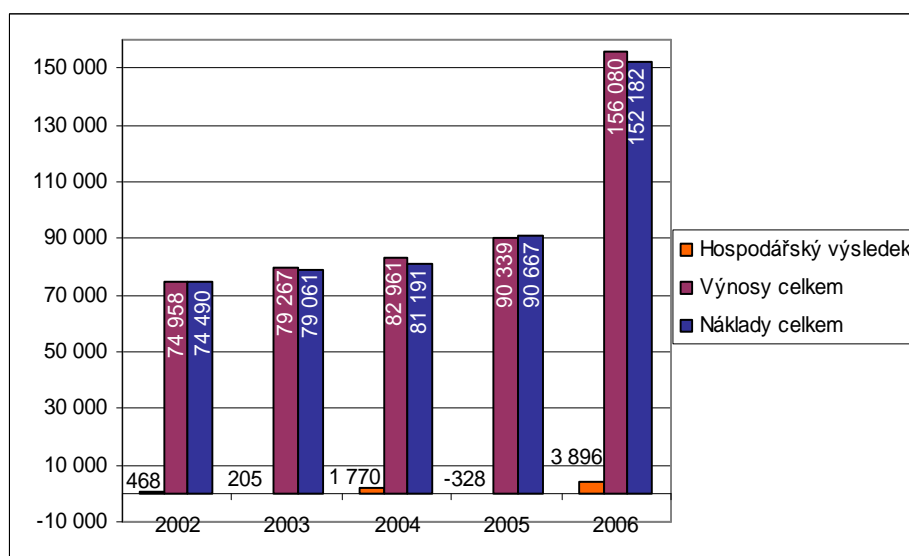
Struktura tří nejvýznamnějších skupin nákladů podniku, které jsou zobrazeny v následujícím grafu, ukazuje jejich rozdílný vývoj v čase. Pokles o cca 10 mil. Kč vykazovaly náklady vynaložené na prodej zboží v roce 2004, v dalších letech se ustálily ve výši cca 15 mil. Kč. Opačným směrem se vyvíjela podstatná položka celkových nákladů a tou je výrobní spotřeba, která každoročně stoupá a v roce 2006 dosáhla téměř dvojnásobné výše oproti roku 2005. Rostoucí tendenci vykazují také osobní náklady, odpisy a daně a poplatky.

Graf 3.2.2-3 Struktura nákladů u a.s. ABC (v tis. Kč)



Na závěr uvádím názorný graf vývoje celkových výnosů, celkových nákladů a hospodářského výsledku za účetní období.

Graf 3.2.2-4 Struktura výnosů, nákladů a hospodářského výsledku v a.s. ABC (v tis. Kč)



3.2.3 Rozbor poměrových ukazatelů

Cílem této analýzy není důkladná finanční analýza podniku, ale pouze posouzení finančního stavu podniku na takové úrovni, aby bylo možno potvrdit nebo vyvrátit předpoklad pokračujícího trvání podniku do budoucnosti a tedy opodstatnění použití příslušné metody ocenění.

3.2.3.1 Ukazatele rentability

Tabulka 3.2.3.1-1: Ukazatele rentability (výnosnosti)

Ukazatele rentability	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
Rentabilita vlastního kapitálu-ROE	$\frac{\text{zisk/vlastní kapitál}}{\text{vlastní kapitál}}$	0,26	0,15	0,60	-0,17	0,78
Rentabilita celkových aktiv-ROA	$\frac{\text{EBIT/celková aktiva}}{\text{celková aktiva}}$	0,03	0,03	0,09	0,004	0,12
Rentabilita tržeb- ROS	$\frac{\text{zisk/tržby}}{\text{tržby}}$	0,007	0,003	0,22	-0,004	0,03

Ukazatele rentability poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům (majetku), kapitálu (vlastní kapitál), nebo k tržbám. Důležité je sledovat jejich vývoj v čase a odhadovat příčiny hodnot, kterých dosahují. Vývoj ukazatele rentability vlastního kapitálu by měli sledovat především majitelé podniku, neboť vyjadřuje, kolik korun zisku produkuje jedna vložená koruna jejich kapitálu. V roce 2006 to bylo 0,78 Kč z jedné koruny vlastního kapitálu. S ohledem na nízké hodnoty vlastního kapitálu (podnik je financován z 90 % cizími zdroji) je ukazatel ROE vysoký. Všechny tři ukazatele rentability mají tendenci v čase růst, výjimku tvoří roky 2003 a 2005, kdy celková úroveň těchto ukazatelů byla ovlivněna především poklesem tvorby zisku.

3.2.3.2 Ukazatele likvidity

Tabulka 3.2.3.2-1: Ukazatele likvidity

Ukazatele likvidity	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
Běžná likvidita	$\frac{Zás + KrdPo + KrdFM}{KrdZ}$	1,49	1,18	1,12	1,14	1,16
Pohotová likvidita	$\frac{KrdPo + KrdFM}{KrdZ}$	1,12	0,77	0,85	0,84	0,94
Okamžitá likvidita	$\frac{PP}{KrdZ}$	0,31	0,29	0,33	0,16	0,34

Podnik nemůže být jen rentabilní, ale současně musí disponovat dostatečnou hotovostí a ostatními likvidními aktivy, aby byl schopen v daný čas a v daném rozsahu dostát svým závazkům. V ukazateli běžné likvidity jsou zahrnuty všechny složky oběžného majetku,

včetně zásob, které často nesplňují hledisko likvidity. Ideální hodnota běžné likvidity, jíž by se měl podnik v dlouhém časovém horizontu blížit, je 2,5. Této hodnoty podnik ABC a.s. nedosahuje; avšak výsledek mohou zkreslovat ony různé likvidní zásoby. Pohotová likvidita je přesnějším vyjádřením schopnosti podniku dostát svým závazkům, a to proto, že jsou v čitateli odečteny položky zásob. Optimální hodnota tohoto ukazatele by měla dosahovat 1 až 1,5. Okamžitá likvidita je nepřísnejším ukazatelem likvidity, neboť měří schopnost uhradit krátkodobé závazky právě v tento okamžik. V čitateli už jsou pouze peněžní prostředky a jejich ekvivalenty, tj. cenné papíry a šeky. Za ideální hodnotu se považuje rozmezí 0,2-0,5, jehož podnik dosahuje. Podnik ABC, a.s. má v tomto ohledu dostatek peněžních prostředků k uhrazení svých splatných závazků.

3.2.3.3 Ukazatele aktivity

Tabulka 3.2.3.3-1 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
Obrat aktiv	tržby/celková aktiva	1,79	2,16	2,19	2,50	2,93
Obrat zásob	tržby/zásoby	10,02	9,01	12,76	13,71	20,89
Obrat pohledávek	tržby/pohledávky	4,56	7,75	6,73	6,04	7,53
Doba obratu aktiv (dny)	celková aktiva/ (tržby/360)	200,02	166,35	164,10	143,78	122,69
Doba obratu zásob (dny)	zásoby/ (tržby/360)	35,92	39,94	28,19	26,25	17,23
Doba inkasa pohledávek (dny)	pohledávky/ (tržby/360)	78,93	46,44	53,44	59,56	47,75
Doba splatnosti kr..závazků (dny)	kr.závazky/ (tržby/360)	97,61	96,57	103,21	87,82	79,34

Ukazatele aktivity jsou zdrojem informací o tom, jak efektivně firma pracuje se svými aktivy. Jedná se o ukazatele typu rychlost obratu (udávají počet obrátů za rok) a doba obratu (ve dnech). Ukazatel obratu aktiv je měřítkem celkového využití majetku, jeho hodnota by měla být co nejvyšší, tj. minimálně rovna 1. Rychlost obratu zásob vypovídá o tom, kolikrát se zásoby přemění v ostatní formy oběžného majetku až po prodej hotových výrobků a opětovný nákup zásob. Ukazatel rychlosti obratu pohledávek měří, kolikrát za rok se pohledávky promění v pohotové peněžní prostředky.

Doba obratu nám odráží počet dní (příp. let), po který trvá jedna obrátka. Tyto ukazatele nám pak vyjadřují, po jakou dobu jsou peněžní prostředky vázány v té které formě majetku, například doba obratu zásob udává, jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. U společnosti ABC, a. snížení hodnoty tohoto ukazatele může znamenat efektivnější využití zásob. Dalšími významnými ukazateli jsou doba inkasa pohledávek, což je počet dní,

kteřé uplynou mezi vystavením faktury za prodej zboží a služeb a okamžikem připsání hotovosti na účet podniku pohledávek, a doba obratu závazků, která vyjadřuje dobu trvání závazků, od okamžiku jejich vzniku až do úhrady, tudíž platební kázeň podniku vůči dodavatelům. Tyto dva ukazatele dokladují, že a.s. ABC využívá bezplatný obchodní úvěr od svého obchodního okolí. Doba úhrady krátkodobých závazků činí cca 90 dní, doba úhrady pohledávek cca 50 dní. Konkrétně to znamená, že po 40 dní úvěruje okolí tuto společnost.

3.2.3.4 Ukazatele zadluženosti

Tabulka 3.2.3.4 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti	Vzorec	2002	2003	2004	2005	2006
Ukazatel věřitelského rizika (v %)	cizí zdroje/celková aktiva *100	79,7	96,0	91,9	94,3	90,2
Finanční nezávislost (v %)	vlastní kapitál/celková aktiva *100	4,7	3,9	8,0	5,66	9,8
Zadluženost vlastního kapitálu	cizí zdroje/vlastní kapitál	16,9	24,1	11,35	16,65	9,2
Úrokové krytí	EBIT /nákladové úroky	4,3	2,0	8,2	0,3	14,8

Ukazatele zadluženosti poskytují informace o finanční stabilitě firmy; vyjadřují míru věřitelského a finančního rizika. Vyšší hodnota ukazatele věřitelského rizika (cca 90%) vyjadřuje vysokou zadluženost podniku, vyšší riziko věřitelů i akcionářů, firma je hodnocena jako riziková (firma je hodnocena jako neriziková při výsledku do 50%). Na celkovém objemu závazků se nejvíce podílí krátkodobé závazky, které jsou levnější než dlouhodobé, ale zároveň více rizikové, protože ke splácení dluhu musí dojít nejpozději do roka (zvyšuje se tlak na likviditu). Tento ukazatel bývá také určující při posuzování o poskytnutí úvěru bankou. Doplnkovým ukazatelem k předchozímu je ukazatel finanční nezávislosti, jejich součet se rovná zhruba 1 (v procentním vyjádření 100 %). V posledním roce hodnota tohoto ukazatele významně vzrostla, podnik se více podílí na financování aktiv vlastními zdroji. Úrokové krytí je jedním z ukazatelů, které hodnotí dopad zadlužení na zisk. Společnost ABC, a.s. si může dovolit ve větším rozsahu využívat cizí kapitál, neboť dosahuje vyššího růstu tržeb a zisku, je tudíž schopna platit úroky. Pokles hodnoty ukazatele úrokového krytí v letech 2003 a 2005 je způsoben rostoucí tendencí nákladových úroků (spojitost s rostoucím zadlužením) a znatelným poklesem zisku podniku.

3.2.4 Souhrnné hodnocení finančního zdraví podniku

Na základě výsledků předchozí analýzy usuzuji, že podnik je v relativně dobré finanční kondici a tedy lze předpokládat jeho další trvání. Ve vývoji podniku se projevuje sezónnost a cykličnost odvětví, kdy úspěšné období střídá méně příznivé. Akciová společnost ABC nedosahuje ve všech ukazatelích ideálních hodnot, kombinují se lepší a horší výsledky v různých oblastech. Varujícími jsou nízká rentabilita tržeb, poněkud nižší běžná a pohotová likvidita a vysoká celková zadluženost podniku. Avšak podnik je na druhou stranu aktivní co se obratu majetku týče, zlepšil svou platební morálku (v posledních dvou letech své závazky splácí do 90 dní), podobně jako jeho odběratelé, kteří své závazky splácí do 50 dní. Také hodnoty jeho okamžité likvidity se nachází v mezích ideálních hodnot; tudíž stav peněžních prostředků podniku zajišťuje po celou dobu jeho působení dobrou solventnost. Společnost především ve své běžné provozní činnosti v posledních třech letech produkuje hodnotu, což představuje pozitivum pro konečné stanovení hodnoty podniku.

Tato analýza má také klíčový význam pro ocenění výnosovými metodami, neboť jejích výsledků jsem použila pro stanovení míry finančního rizika (viz příloha č. 4), kterou odhaduji na 2,4 %.

3.3 Sestavení finančního plánu

Objektivně sestavený finanční plán je základem pro ocenění výnosovými metodami. Finanční plán byl sestaven pro období příštích čtyř let, tedy na roky 2007-2010, na základě závěrů z předchozích analýz a také po konzultaci s managementem společnosti, s využitím všech dostupných materiálů podniku. Plán byl sestaven v běžných cenách, tj. v nominálním vyjádření. Uvedený **finanční plán vychází z analýzy a prognózy generátorů hodnoty**, kterými rozumíme soubor několika základních podnikohospodářských veličin, které ve svém souhrnu určují hodnotu podniku. Pro rozsáhlost analýzy a prognózy generátorů hodnoty uvádím tyto v **příloze č. 3**.

Z výše uvedené analýzy a prognózy generátorů hodnoty byly naplánovány stěžejní položky hlavního provozu podniku, které budou zásadním způsobem ovlivňovat jeho hodnotu. Mezi tyto patří:

- tržby z prodeje hlavních produktů podniku,
- zisková marže a z ní zjištěný provozní zisk v peněžním vyjádření – analýza a prognóza provozních nákladových položek jako faktory ziskové marže,
- plánovaná výše zásob, pohledávek a závazků,
- výchozí prognóza investic do dlouhodobého majetku.

Tyto položky budou tvořit kostru finančního plánu. Jednotlivé výkazy finančního plánu pro ocenění postačí sestavit v agregovanější podobě, než jaká se používá například v účetním výkaznictví. Finanční plán je zpracován pro následující hodnoty sazeb daně z příjmů právnických osob:

- rok 2007 - 24 %,
- rok 2008 - 21 %,
- rok 2009 - 20 %,
- rok 2010 - 19 %.

3.3.1 Plánovaný výkaz zisků a ztrát

Stěžejní položky hlavního provozu podniku jsou převzaty v analýzy a prognózy generátorů hodnoty (viz příloha č.3). Změny rezerv nejsou plánovány (tj. výše těchto položek zůstane na úrovni roku 2006). U nákladových úroků předpokládám stabilní výši úrokové sazby ve výši 8,2 % pro dlouhodobé bankovní úvěry. Vzhledem k tomu, že se předpokládá stabilní výše úročeného kapitálu na úrovni roku 2006, budou i nákladové úroky stabilní. Mimořádný výsledek hospodaření pro budoucí roky není plánován.

Tab. 3.3.1-1 Plánovaný výkaz zisků a ztrát (v tis. Kč)

Položka	2006	2007	2008	2009	2010
Tržby za prodej zboží a vlastních výrobků a služeb	149 526	157 302	164 381	173 423	183 315
Náklady vynaložené na prodej zboží	15 458	8 941	7 787	5 418	3 227
Výkonová spotřeba	115 051	122 526	130 401	139 529	149 992
Změna stavu vnitropod.zásob.vl.výroby	1 974	-667	108	139	151
Obchodní marže	12 727	18 719	19 561	20 811	22 364
Přidaná hodnota	20 992	22 023	23 835	26 014	28 964
Osobní náklady	11 590	13 098	14 866	16 938	19 557
Daně a poplatky	112	220	230	243	257
Odpisy	1 989	2 183	2 377	1 637	1 061
Tržby z prodeje invest.majetku	514	0	0	0	0
Zůstatková cena prod.maj.a mat.	15	0	0	0	0
Tvorba rezerv	2 383	0	0	0	0
Zúčtování oprav.pol.do prov. nákladů	1 399	0	0	0	0
Ostatní provozní výnosy	1 141	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	802	0	0	0	0
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	4 355	6 522	6 362	7 196	8 089
Výnosové úroky	6	6	6	6	6
Nákladové úroky	412	328	328	328	328
Ostatní finanční výnosy	2 397	2 000	2 000	2 000	2 000
Ostatní finanční náklady	945	1 000	1 000	1 000	1 000
Hospodářský výsledek z finančních operací	1 046	678	678	678	678
Mimořádný hospodářský výsledek	295	0	0	0	0
Celkový hospodářský výsledek před daní	5 696	7 200	7 040	7 874	8 767
Daň (pro rok 2007-24 %; 2008-21 %; 2009-20%; 2010-19%)	1 800	1 728	1 479	1 575	1 667
Výsledek hospodaření za účetní období po dani	3 896	5 472	5 561	6 299	7 100

3.3.2 Plánovaný výkaz peněžních toků

Výkaz byl sestaven s pomocí generátorů hodnoty a předešlého výkazu zisku a ztrát, ze kterého převezmeme výsledky hospodaření a odpisy. Z rozvahy převezmeme stav peněžních prostředků k počátku roku. Z plánu provozního kapitálu převezmeme meziroční změny zásob, pohledávek a krátkodobých závazků. Z plánu investic převezmeme do investičního cash flow investiční výdaje. Výdaje na výplaty dividend a podílu na zisku vlastníků neplánuji.

Tab. 3.3.2-1 Plánovaný výkaz peněžních toků (v tis. Kč)

Položka	2006	2007	2008	2009	2010
Stav PP na začátku období	3 397	11 258	15 914	22 552	29 725
A Peněžní tok z běžné a mimořádné činnosti					
Z Účetní výsledek hospodaření	3 896	5 472	5 561	6 299	7 100
A.1 Úpravy o nepeněžní operace	4 372	2183	2377	1637	1 061
A.1.1 Odpisy DHM	1 989	2183	2377	1637	1 061
A.1.2 Změna zůstatků rezerv	2 383	0	0	0	0
A.2 Úpravy oběžných aktiv	5 290	-1 499	200	737	309
A.2.1 Změna stavu pohledávek	-5 989	-1 881	-977	-1 249	-1 365
A.2.2 Změna stavu krátkod. závazků	12 246	4 803	1 698	2 652	2 402
A.2.3 Změna stavu zásob	-967	-4421	-521	-666	-728
Peněžní tok z provozní činnosti celkem	13 558	6 156	8138	8 673	8 470
B Investiční činnost					
B.1 Nabytí DM	-5049	-1500	-1500	-1500	-1500
Peněžní tok z investiční činnosti celkem	-5049	-1500	-1500	-1500	-1500
C Finanční činnost					
C.1 Změna stavu dlouhodobých závazků a úvěrů	-648	0	0	0	0
C.1.1 Změna stavu dlouhodobých závazků	-83	0	0	0	0
C.1.2 Změna stavu dlouhodobých úvěrů	-565	0	0	0	0
C.2 Zvýšení a snížení VK z vybraných operací	0	0	0	0	0
C.2.1 Výplata dividend	0	0	0	0	0
Peněžní tok z finanční činnosti celkem	-648	0	0	0	0
Peněžní tok celkem	7 861	4 656	6 638	7 173	6 970
Stav PP na konci období	11 258	15 914	22 552	29 725	36 695

3.3.3 Plánovaná rozvaha

Při sestavování plánované rozvahy je třeba vycházet z generátorů hodnoty a z předešlých dvou výkazů. Dlouhodobý majetek ke konci roku převezmeme z plánu investic. Z plánu pracovního kapitálu převezmeme zásoby a pohledávky. Peněžní prostředky ke konci roku převezmeme z plánu peněžních toků. Základní kapitál ponecháme na současné úrovni, neboť se nepředpokládá externí navyšování vlastního kapitálu. Pro účely ocenění není třeba řešit přidělování zisku do jednotlivých fondů. Můžeme jej proto nechat beze změny na současné úrovni.

Tab. 3.3.3-1 Plánovaná rozvaha – AKTIVA (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
AKTIVA CELKEM	50 961	61 232	68 491	77 442	86 944
Dlouhodobý majetek	12 293	11 606	10 729	10 592	11 031
<i>Dlouhodobý nehmotný majetek</i>	<i>292</i>	<i>326</i>	<i>348</i>	<i>359</i>	<i>359</i>
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>12 001</i>	<i>11 280</i>	<i>10 381</i>	<i>10 233</i>	<i>10 672</i>
Pozemky	1 124	1 124	1 124	1 124	1 124
Stavby	6 698	6 847	6 981	7 100	7 204
Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	4 175	3 309	2 276	2 009	2 344
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	4	0	0	0	0
<i>Dlouhodobý finanční majetek</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Oběžná aktiva	38 251	49 209	57 345	66 433	75 496
<i>Zásoby</i>	<i>7 158</i>	<i>11 579</i>	<i>12 100</i>	<i>12 766</i>	<i>13 494</i>
Nedokončená výroba a polotovary	3 071	2 403	2 511	2 650	2 801
Zboží	4 087	9 176	9 589	10 116	10 693
<i>Dlouhodobé pohledávky</i>	<i>113</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Krátkodobé pohledávky</i>	<i>19 722</i>	<i>21 716</i>	<i>22 693</i>	<i>23 942</i>	<i>25 307</i>
Pohledávky z obchodních vztahů	18 533	19 881	20 775	21 919	23 168
Stát - daňové pohledávky	357	874	913	963	1018
Krátkodobé poskytnuté zálohy	412	0	0	0	0
Dohadné účty aktivní	355	0	0	0	0
Jiné pohledávky	65	961	1005	1060	1121
<i>Krátkodobý finanční majetek (peníze + účty)</i>	<i>11 258</i>	<i>15 914</i>	<i>22 552</i>	<i>29 725</i>	<i>36 695</i>
Provozně potřebné	6 591	6 418	6 707	7 158	7 566
Provozně nepotřebné	4 667	9 496	15 845	22 567	29 129
Ostatní aktiva- přechodné účty aktiv	417	417	417	417	417

Tab. 3.3.3-2 Plánovaná rozvaha – PASIVA (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
PASIVA CELKEM	50 961	61 232	68 491	77 442	86 944
Vlastní kapitál	4 996	10 468	16 029	22 328	29 428
<i>Základní kapitál</i>	<i>1 000</i>	<i>1 000</i>	<i>1 000</i>	<i>1 000</i>	<i>1 000</i>
<i>Kapitálové fondy</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<i>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>	<i>100</i>
<i>Výsledek hospodaření z minulých let</i>	<i>0</i>	<i>3 896</i>	<i>9 368</i>	<i>14 929</i>	<i>21 228</i>
<i>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</i>	<i>3 896</i>	<i>5 472</i>	<i>5 561</i>	<i>6 299</i>	<i>7 100</i>
Cizí zdroje	45 965	50 764	52 462	55 114	57 516
<i>Rezervy</i>	<i>2 383</i>	<i>2 383</i>	<i>2 383</i>	<i>2 383</i>	<i>2 383</i>
<i>Dlouhodobé závazky</i>	<i>9 028</i>	<i>9 028</i>	<i>9 028</i>	<i>9 028</i>	<i>9 028</i>
<i>Krátkodobé závazky</i>	<i>32 954</i>	<i>37 753</i>	<i>39 451</i>	<i>42 103</i>	<i>44 505</i>
Závazky z obchodních vztahů	25 689	27 052	28 263	29 819	31 520
Závazky k zaměstnancům	723	1 088	1 142	1 445	1 528

Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	848	961	1 005	1 204	1 273
Stát - daňově závazky a dotace	2 204	2 316	2 420	2 650	2 801
Krátkodobé přijaté zálohy	24	0	0	0	0
Dohadné účty pasivní	209	437	457	482	509
Jiné závazky	3 257	5 899	6 164	6 503	6 874
Bankovní úvěry dlouhodobé	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600
Ostatní pasiva- přechodné účty aktiv	0	0	0	0	0

3.3.4 Finanční analýza plánu

Pro zpracovanou prognózu byly vypočteny vybrané charakteristiky finanční situace, které jsou shrnuty v následující tabulce.

Tab. 3.3.4-1 Finanční analýza plánu (v tis. Kč)

Ukazatel	2006	2007	2008	2009	2010
Rentabilita					
Rentabilita tržeb po dani	0,026	0,034	0,035	0,036	0,038
ROE	0,78	0,52	0,35	0,28	0,24
Likvidita					
Okamžitá likvidita	0,34	0,42	0,57	0,71	0,82
Pohotová likvidita	0,94	0,99	1,15	1,27	1,39
Běžná likvidita	1,16	1,3	1,45	1,57	1,69
Zadluženost					
Podíl vlastního kapitálu na celkovém	9,80%	17,09%	23,40%	28,83%	33,85%
Úrokové krytí	14,8	22,95	22,46	25	27,73
Vlastní kapitál/aktiva	0,098	0,171	0,234	0,288	0,338
Aktivita					
Obrat aktiv	2,934	2,569	2,400	2,239	2,108
Doba obratu zásob (dny)	17,2	26,5	26,5	26,5	26,5
Doba inkasa pohledávek (dny)	47,75	49,69	49,69	49,69	49,69
Doba úhrady krátkodobých závazků (dny)	79,3	86,4	86,4	86,4	86,4

Ukazatele jsou konstruovány stejně jako u finanční analýzy minulosti. Je patrný příznivý vývoj společnosti v oblasti ukazatelů rentability tržeb, zadluženosti a likvidity. Běžná a pohotová likvidita, která byla v minulosti nízká, roste v čase a její hodnoty směřují k ideálním hodnotám. Podle plánu se zmenší zadluženost a vzroste ukazatel úrokového krytí. Doby obratu jsou stabilní. Výrazněji oproti roku 2006 vzrostla doba obratu zásob a doba úhrady krátkodobých závazků, neboť jejich pokles v roce 2006 byl přechodný.

Pokud se budoucí vývoj příliš neodchýlí od prognózy, odstraní podnik (alespoň zčásti) finanční problémy, kterými bylo vysoké zadlužení podniku a relativně nízká likvidita. Nekonečné trvání podniku tedy není ohroženo.

3.4 Stanovení hodnoty podniku

Provedení předchozích analýz bylo nezbytné pro stanovení předpokladů a východisek pro samotné ocenění podniku. Cílem mé práce je pomocí vhodných metod stanovit objektivizovanou hodnotu podniku ABC, a.s.. **Ocenění bude určeno především pro potřeby managementu podniku** a bude sloužit jako podklad pro jejich budoucí rozhodování a řízení firmy. Ocenění bude provedeno k 1.1.2007.

Pro ověření správnosti závěrů se doporučují aplikovat dvě a více metod. Z tohoto důvodu ocenění firmy ABC, a.s. bude provedeno dle dvou výnosových metod, tj. **metody kapitalizovaných čistých výnosů** a **metody diskontovaných peněžních toků (DCF)**, která je z pohledu teorie považována za základní výnosovou metodu. Jako doplňkovou metodu jsem si zvolila jednu z metod založenou na analýze majetku, a tou je **metoda účetní hodnoty**.

3.4.1 Metoda účetní hodnoty

Tato metoda vychází z odpovědi na otázku, za kolik byl majetek skutečně pořízen, tedy z principu historických cen. Ke stanovení této hodnoty postačí pohled do rozvahy podniku, kde **na straně pasiv položka vlastní kapitál představuje skutečnou účetní hodnotu podniku** z pohledu vlastníků. Jinými slovy představuje celkový majetek podniku snížený o veškeré cizí zdroje. Pak platí, že:

Tab. 3.4.1-1 Účetní hodnota podniku z pohledu vlastníků (v tis. Kč)

celkový majetek podniku v účetní hodnotě	50 961 tis. Kč
- cizí zdroje v účetní hodnotě	45 965 tis. Kč
= účetní hodnota podniku	4 996 tis. Kč

Účetní ocenění má v rámci oceňování podniku **pouze doplňkovou úlohu** a slouží jako výchozí informace pro oceňovatele.

3.4.2 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Tato metoda vede ke zjištění výnosové hodnoty podniku. Pro její výpočet jsem zvolila jednu ze dvou variant této metody, a tou je paušální metoda, která je založena na upravených výsledcích hospodaření. Výsledkem metody kapitalizovaných čistých výnosů je přímo hodnota vlastního kapitálu, neboť výnosovou hodnotu počítáme z výnosů pouze pro vlastníky vlastního kapitálu. Ocenění paušální metodou je možné za předpokladu, že není ohrožena dlouhodobá existence podniku, a že podnik bude v budoucnosti dosahovat alespoň takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti.

Výchozí data nalezneme ve výkazech zisků a ztrát za léta 2002 až 2006 (viz příloha 2). Nejdříve analyzujeme a upravíme minulé výsledky hospodaření. Přičteme odpisy, vyloučíme jednorázové vlivy, kterými jsou prodej majetku a mimořádné náklady (odečteme) a mimořádné výnosy (přičteme). Získáme tak *upravený výsledek hospodaření před odpisy* v jednotlivých letech. Tyto výsledky přepočteme cenovým indexem na ceny k datu ocenění a tak získáme *upravený výsledek hospodaření před odpisy a upravený o inflaci*.

Tab. 3.4.2-1 Úprava minulých výsledků hospodaření (v tis. Kč)

	2002	2003	2004	2005	2006
Hospodářský výsledek před zdaněním	929	473	2 992	-258	5 696
(+) odpisy	1 194	1 229	1 382	1 350	1 989
(-) Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	22	24	207	514
(+) Zůstatková cena prodaného dl. majetku	0	30	6	0	15
(-) Mimořádné výnosy	83	296	388	451	521
(+) Mimořádné náklady	37	-16	17	6	226
Upravený výsledek hospodaření UVH před odpisy	2 077	1 398	3 985	440	6 891
<i>Cenový index řetězový</i>	<i>1,018</i>	<i>1,001</i>	<i>1,028</i>	<i>1,019</i>	<i>1,026</i>
<i>Cenový index bazický vztažený k roku 2006</i>	<i>0,930</i>	<i>0,930</i>	<i>0,956</i>	<i>0,975</i>	<i>1,000</i>
Upravený výsledek hospodaření upravený o inflaci (UVH/baz.cen.index)	2 233	1 503	4 168	451	6 891

Z časové řady upravených výsledků hospodaření vypočítáme trvalý čistý výnos k rozdělení, a to jako vážený průměr těchto minulých upravených čistých výnosů. Pro výpočet trvalého čistého výnosu je ovšem nutné vyloučit extrémní hodnotu čtvrtého roku. Zbývajícím letům přisoudíme váhy 1, 2, 3 a 4 (tj. roky bližší současnosti mají větší váhu). Dílčí výsledky vynásobíme váhami a sečteme. Dostaneme *souhrnný upravený výsledek hospodaření*.

Tab. 3.4.2-2 Stanovení vah a výpočet souhrnného výsledku hospodaření (v tis. Kč)

Upravený výsledek hospodaření upravený o inflaci (UVH/baz.cen.index)	2 233	1 503	4 168	451	6 891
Váhy (celkem 10)	1	2	3	-	4
UVH upravený o inflaci * váhy	2 233	3 006	12 504	-	27 564
Souhrnný upravený výsledek hospodaření po vynásobení váhami	45 307				

Souhrnný upravený výsledek vydělíme součtem hodnot vah a získáme *trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy*. Následně odečteme odpisy v jejich aktuální reprodukční hodnotě za rok 2006 a výnos zdaníme, získáme tak *odhad trvale odnímatelného čistého*

výnosu po dani. Což je výsledek hospodaření, který je možno rozdělit, aniž by byla narušena majetková podstata podniku.

Tab. 3.4.2-3 Výpočet trvale odnímatelného čistého výnosu (v tis. Kč)

Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy (45307 / 10)	4 531
Odpisy v roce 2006	1 989
Trvale odnímatelný čistý výnos před daní	2 542
Daň 24 %	610
Trvale odnímatelný čistý výnos po dani	1 932 tis. Kč

Dalším krokem je **stanovení kalkulované úrokové míry**. Pro její výpočet jsem zvolila stavebnicovou metodu, jejíž podstata je založena na součtu několika dílčích rizikových přírážek k výnosnosti „bezrizikových“ cenných papírů, za které se obvykle považují dlouhodobé státní dluhopisy. Výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů je k datu ocenění 4,1 % (dle Ministerstva financí České republiky). Rizikovou přírážku jsem stanovila dle komplexní stavebnicové metody²⁶, jejíž výpočet je názorně předveden v příloze č. 4 - Stanovení rizikové premie. Z ní vyplývá riziková premie pro oceňovaný podnik ve výši 9,3%. Hledaná kalkulovaná úroková míra má pak podobu:

Tab. 3.4.2-4 Stanovení kalkulované úrokové míry pro paušální metodu (v %)

Výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění	4,1 %
- odhad dlouhodobé inflace	5 %
+ riziková přírážka	9,3 %
= kalkulovaná úroková míra pro paušální metodu	8,4 %

Závěrečný krokem je **výpočet provozní hodnoty vlastního kapitálu**, kterou získáme, vydělíme-li trvale odnímatelný čistý výnos po dani kalkulovanou úrokovou mírou pro paušální metodu. Nakonec je připočtena hodnota samostatně oceněných neprovozních aktiv k datu ocenění (v našem případě jimi jsou provozně nepotřebné peněžní prostředky²⁷, které započítáváme do ocenění v nominálních hodnotách převzatých z účetnictví).

Tab. 3.4.2-5 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Provozní hodnota vlastního kapitálu = 1 932 / 0,084 =	23 000 tis. Kč
Ocenění neprovozních aktiv	4 667 tis. Kč
Hodnota vlastního kapitálu = 23 000 + 4 667 =	27 667 tis. Kč

²⁶ Dle MAŘÍK, M. a kol: *Metody oceňování podniku*. 2003, kapitola 4.1.6.5.

²⁷ Rozdělení peněžních prostředků na provozně potřebná a nepotřebná vychází z analýzy a prognózy generátorů hodnoty. Jejich výši lze zjistit z plánované rozvahy (krátkodobý finanční majetek).

Hodnota podniku pro vlastníky stanovená výnosovou metodou kapitalizace čistých výnosů pak činí **27 667 tis. Kč**. Jedná se však o ocenění současného potenciálu podniku, které **nezachycuje budoucí růstové příležitosti**. Tuto hodnotu lze považovat za určitý **dolní odhad výnosové hodnoty podniku ABC, a.s.**

3.4.3 Metoda diskontovaného volného peněžního toku pro vlastníky a věřitele (DCF, FCFF)

Tato metoda je doporučována jako ústřední metoda oceňování. Je založena na zjišťování současné hodnoty očekávaných peněžních toků plynoucích ze společnosti diskontováním určitou diskontní sazbou, která odráží míru rizika spojeného s tímto peněžním tokem. Tímto očekávaným peněžním tokem se rozumí tzv. "volné cash-flow".

Pokud je k dispozici věrohodný odhad na dostatečně dlouhou dobu, pak můžeme výsledek této metody považovat za velmi objektivní. Při stanovení budoucích peněžních toků, můžeme sice částečně postupovat podle let minulých, nicméně jde stále pouze o odhad (a to na několik let dopředu), proto je si třeba při používání této metody uvědomovat riziko možného zkreslení.

Pro ocenění sloužil zpracovaný finanční plán. Model použitý k ocenění byl sestaven na základě aktualizace **volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele** (*free cash flow to the firm*) a budoucí období bylo rozděleno na dvě fáze (1. fáze, období 2007-2010, a 2. fáze, po skončení 1. fáze do ∞). Dříve, než budu aplikovat **dvoufázový model** pro vlastní výpočet hodnoty a.s. ABC, je nutné stanovit diskontní míru, která bude využita pro výpočet současné hodnoty budoucích volných peněžních toků. V tomto případě se jedná o diskontní míru stanovenou na bázi průměrných nákladů kapitálu, neboť budu pracovat s volným peněžním tokem pro vlastníky a věřitele.

3.4.3.1 Výpočet průměrných nákladů kapitálu (WACC)

V následující tabulce jsou účetní hodnoty vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu k datu ocenění, tj. k 1.1. 2007.

Tab. 3.4.3.1-1 Účetní hodnoty vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu

Vlastní kapitál	4 996 tis. Kč
Bankovní úvěry dlouhodobé	1 600 tis. Kč
Zpoplatněný kapitál celkem	6 596 tis. Kč

Základní postupové kroky při výpočtu WACC jsou následující:

Krok první- určení vah jednotlivých složek pro financování podniku, tj. podíl vlastního a cizího kapitálu.

Doporučuje se, aby při určení vah jednotlivých komponent bylo využito vyjádření v tržních hodnotách, tj. tržní kapitalizace vlastního jmění (VK) a cizích zdrojů (CK) na celkové tržní hodnotě daného podniku ($VK+CK=K$). Předpokladem použití tržních hodnot ovšem je, že kapitálový trh poskytuje informace s přiměřenou vypovídací schopností. Toto je zaručeno na nejvyspělejších kapitálových trzích, které jsou na nich obchodovány. V podmínkách ČR však použití tržních hodnot, snad až na výjimky, není možné. Kapitálový trh trpí řadou problémů, které zcela zásadním způsobem determinují tržní hodnotu jednotlivých složek pasiv. Východiskem v ČR proto budou především účetní hodnoty jednotlivých složek kapitálu.²⁸ Jedním z argumentů pro použití účetní hodnoty je její relativní stabilita a spolehlivost.

Nejprve tedy byla stanovena kapitálová struktura, tj. poměr vlastního a úročeného cizího kapitálu k celkovému zpoplatněnému kapitálu. Na základě analýzy společnosti bylo pro účely propočtu použito poměru:

Vlastní kapitál	75,7 %
Cizí kapitál ²⁹	24,3 %

Krok druhý- stanovíme náklady na cizí kapitál

Náklady dlouhodobého úvěru

Dlouhodobý úvěr poskytuje vyšší úrok a je zajištěn vybranými nemovitostmi podniku (budova a pozemky). Na druhé straně má však delší dobu splatnosti (8 let). S vědomím možné nepřesnosti odhaduji jeho náklad na úrovni nominálního úroku, tj. **8,2 %**.

Krok třetí- odhad nákladů na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál vyjadřují očekávanou míru výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Pro případ ocenění společnosti ABC, a.s. použiji pro stanovení výše nákladů na vlastní kapitál jednu ze základních metod, a tou je tzv. komplexní stavebnicová metoda. Pomocí této metody jsou náklady na vlastní kapitál výsledkem součtu výnosnosti bezrizikových cenných papírů a přírážky za riziko, která se zjišťuje jako součet několika dílčích rizikových přírážek. Postup výpočtu jednotlivých rizik a následně nákladů vlastního kapitálu je přehledně uveden v příloze č. 4.

²⁸ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001, str.177.

²⁹ V tomto případě se do cizího kapitálu nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou například závazky vůči dodavatelům, neboť se předpokládá, že platby za tyto závazky jsou obsaženy v provozních peněžních tocích.

Tab. 3.4.3.1-1 Shrnutí jednotlivých rizik a výpočet nákladů vlastního kapitálu (v %)

Bezriziková výnosová míra			4,1 %
<i>I. Rizika oboru</i>	1,698		
<i>II. Rizika trhu</i>	0,883		
<i>III. Rizika konkurence</i>	1,774		
<i>IV. Management</i>	0,385		
<i>V. Výrobní proces</i>	0,996		
<i>VI. Ostatní faktory</i>	1,192		
Obchodní riziko		6,928	
Finanční riziko		2,421	
Riziková prémie celkem			9,3 %
Náklady vlastního kapitálu			13,4 %

Krok čtvrtý- propočteme průměrné vážené náklady kapitálu

Výslednou hodnotu vážených průměrných nákladů kapitálu (WACC) získáme dosazením vypočtených hodnot do vzorce (1.37):

$$WACC = 0,082 \times (1 - 0,24) \times 0,243 + 0,134 \times 0,757 = \mathbf{11,7\%}.$$

	Váha	Náklad	Součin
Vlastní kapitál	75,7 %	13,4 %	10,2 %
Cizí kapitál po dani *	24,3 %	6,2 %	1,5 %
Průměrné vážené náklady kapitálu			11,7 %

* Sazba daně z příjmů právnických osob s účinností od 1.1. 2007 je 24 %.

Z výše uvedeného propočtu je patrné, že náklady na cizí kapitál jsou na podstatně nižší úrovni než náklady na vlastní kapitál. Diskontní míra je stanovena na úrovni průměrných vážených nákladů kapitálu, a to ve výši 11,7 %.

3.4.3.2 Výpočet predikovaných peněžních toků do firmy

Nejprve provedeme **výpočet investovaného provozně nutného kapitálu**. Při sestavení finančního plánu jsem určila provozně nepotřebnými aktivy peněžní prostředky nad stanovený limit okamžité likvidity, který činí 0,20 v roce 2006 a 0,17 v dalších letech, měřeno podílem peněžních prostředků a krátkodobých závazků.

Tab. 3.4.3.2-1 Výpočet provozně potřebných peněžních prostředků (v tis. Kč)

31. 12.	2006	2007	2008	2009	2010
Provozně potřebná likvidita	0,20	0,17	0,17	0,17	0,17
Krátkodobé závazky	32 954	37 753	39 451	42 103	44 505
Provozně potřebný finanční majetek	6 591	6 418	6 707	7 158	7 566
Provozně nepotřebný finanční majetek	4 667	9 496	15 845	22 567	29 129

Pro výpočet investovaného provozně nutného kapitálu je nutno provést následující výpočty. Provozně nutný pracovní kapitál vypočteme jako zásoby + pohledávky + provozně potřebné peněžní prostředky + časové rozlišení aktivní - krátkodobé závazky.

Tab. 3.4.3.2-2 Provozně nutný investovaný kapitál (v tis. Kč)

31. 12.	2006	2007	2008	2009	2010
Provozně nutný dlouhodobý majetek	12 293	11 606	10 729	10 592	11 031
Provozně nutný upravený pracovní kapitál	1 047	2 377	2 466	2 180	2 279
Provozně nutný investovaný kapitál celkem	13 340	13 983	13 195	12 772	13 310

Nyní využijeme připraveného finančního plánu, ze kterého získáme informace pro výpočet predikovaných volných peněžních toků do firmy. Peněžní tok je z provozní činnosti je upraven o investice do provozně nutných aktiv a o změnu provozně nutného pracovního kapitálu. Vypočtené budoucí volné peněžní toky do firmy budeme diskontovat, tj. převádět na současnou hodnotu prostřednictvím již výše vypočtené hodnoty WACC ve výši 11,7 %.

Nyní tedy vypočtené informace plánu využijeme pro naplnění 1. fáze; součtem diskontovaných peněžních toků získáme hodnotu 1.fáze.

Tab. 3.4.3.2-3 Volný peněžní tok do firmy pro první fázi (v tis. Kč)

	2007	2008	2009	2010
Korigovaný provozní výsledek hospodaření (KPVD)	6 522	6 362	7 196	8 089
Upravená daň (=KPVD x daňová sazba)	1 565	1 336	1 439	1 537
Korigovaný provozní VH po dani (KPV)	4 957	5 026	5 757	6 552
Odpisy	2 183	2 377	1 637	1 061
Úpravy o nepeněžní operace (změna rezerv)	0	0	0	0
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	-1 500	-1 500	-1 500	-1 500
Investice do provozně nutného prac. kapitálu	-1 330	-89	286	-99
FCFF	4 310	5 814	6 180	6 014
Odúročitel pro diskontní míru: 11,7%	0,8953	0,8015	0,7175	0,6424
Diskontované FCFF k 1. 1. 2007	3 859	4 660	4 434	3 863
Hodnota první fáze k 1.1. 2007	16 816			

Hodnota první fáze je 16 816 tis. Kč. Nyní vypočteme hodnotu druhé fáze.

Propočet hodnoty druhé fáze

Pro druhou fázi předpokládáme stabilní a trvalý růst volného peněžního toku. Pokračující hodnota pak představuje současnou hodnotu této nekonečné časové řady peněžních toků. Hodnota druhé fáze bude stanovena na základě **Gordonova vzorce**, přičemž tempo růstu volného peněžního toku g bylo stanoveno na 1,5 %. Při stanovení tempa růstu

vycházím z **přílohy č. 5**, kde byly spočteny různé varianty s ohledem na předpoklady trvalého růstu volného peněžního toku g , a to nejprve nulový růst, pak 1 %, 1,5 %, 2 % a 3 %. K výpočtu pokračující hodnoty nám poslouží následující tabulka.

Tab. 3.4.3.2-4 Odhad volného cash flow pro rok 2011 (v tis. Kč)

Položka	2007	2008	2009	2010	2011
FCFF	4 310	5 814	6 180	6 014	6 104
FCFF₂₀₁₁ = FCFF₂₀₁₀ * (1+g) = 6 014 * (1+ 0,015) =	6 104				

$$\text{Pokračující hodnota} = \text{FCFF}_{2011} / (i_k - g) = 6\,104 / (0,117 - 0,015) = \mathbf{59\,843 \text{ tis. Kč}}$$

Diskontní míru pro druhé období použijeme na shodné úrovni, jako pro fázi první. Součtem hodnoty první fáze a druhé získáme hodnotu podniku. Jestliže odečteme hodnotu úročených cizích zdrojů ke dni ocenění, získáme hodnotu provozní netto. Na závěr k provozní hodnotě netto přičteme výši neprovozních aktiv ke dni ocenění.

Tab. 3.4.3.2-4 Výpočet hodnoty druhé fáze a výsledné hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Pokračující hodnota	59 843
Současná hodnota 1. fáze	16 816
Současná hodnota 2. fáze (PH/1,117 ⁴)	38 443
Provozní hodnota brutto	55 259
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 600
Provozní hodnota netto	53 659
Neprovozní majetek k datu ocenění	4 667
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1.1.2007	58 326

Výsledná hodnota vlastního kapitálu ke dni ocenění je **58 326 tis. Kč**.

3.4.4 Shrnutí

Pro výpočet hodnoty firmy bylo použito tří nezávislých oceňovacích metod. Výsledky jednotlivých metod se však liší, jak ukazuje následující tabulka.

Tab. 3.4.4-1 Přehled výsledků jednotlivých metod (v tis. Kč)

Metoda	Hodnota podniku na úrovni vlastníků
Účetní hodnota	4 996 tis. Kč
Kapitalizovaných čistých výnosů	27 667 tis. Kč
DCF FCFF	58 326 tis. Kč

Pro vyvození výsledné hodnoty je potřeba zvážit samotný charakter jednotlivých metod, situaci oceňovaného podniku a kvalitu použitých dat a na základě toho přisoudit každé použité metodě určitou funkci v rámci výsledného ocenění.

Účetní hodnota má jen pomocný význam a ve výsledném ocenění nebude hrát významnější roli. Metoda DCF nalezne své použití pro výsledné ocenění prosperujících podniků. Metoda kapitalizovaných čistých výnosů je vhodná tam, kde nejsme schopni dlouhodobě plánovat peněžní toky, především investiční výdaje. Paušální metodu je vhodné použít tam, kde je mimořádně obtížné odhadnout budoucí vývoj, ale přitom lze předpokládat, že podnik bude dosahovat minimálně dosavadních výnosů. Pokud je paušální metoda použita společně s metodou DCF, může poskytnout zajímavou **doplňkovou informaci o dolním limitu výnosového ocenění**, který odráží pouze současný výnosový potenciál. Metoda DCF pak měří současný i budoucí výnosový potenciál.

Akciová společnost ABC v minulosti vykazovala kolísavý vývoj výsledků hospodaření. Jak bylo zjištěno z předchozí finanční a strategické analýzy, podnik i přes vysoké zadlužení má předpoklady pro své další trvání. **Byly proto vypracovány dvě výnosové metody, které hodnotí podnik ze dvou různých pohledů.** První se zaměřil na minulost, kdy existoval předpoklad, že podnik bude dosahovat minimálně takových výnosů, jakých dosahoval v minulosti. Byla vypočtena tedy výnosová hodnota vlastního kapitálu, která odráží pouze současný výnosový potenciál. Druhý pohled směřoval do budoucnosti podniku a předpokládal budoucí perspektivu podniku. Byl sestaven zdůvodněný finanční plán a z něj vyvozena výnosová hodnota, která odráží budoucí výnosový potenciál podniku. Ve finančním plánu byl odhadnut vývoj stěžejních položek hlavního provozu podniku a také byla vypracována finanční analýza tohoto plánu. Podstatné je, že pro budoucí období se předpokládá postupné snižování zadluženosti podniku a snaha o vyšší finanční nezávislost.

Výsledná hodnota bude stanovena na úrovni výsledků metody DCF. Dolním limitem výnosového ocenění je paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů. Měří výnosový potenciál existující v podniku k datu ocenění. **Kladný rozdíl mezi výsledkem ocenění podle DCF a ocenění dle paušální metody** (v našem případě 30 659 tis. Kč) **může být přibližně považován za ocenění budoucích růstových příležitostí podniku.**

Návrhy a doporučení

Z předchozích analýz finanční a strategické situace podniku je zřejmé, že podnik ABC, a.s. splňuje předpoklad jeho budoucího trvání. I když odvětví, ve kterém působí, je značně citlivé na hospodářský cyklus a vyznačuje se kolísavostí poptávky, je z dlouhodobého hlediska odvětvím prosperujícím a působení v něm podnikům přináší jisté zisky. Největší podíl na tržbách mají významné stavební podniky jako například Skanska CZ, a.s. či Metrostav, a.s., které jsou tahouny odvětví. I když společnost ABC, a.s. zdaleka nedosahuje takových tržeb, v odvětví má své nezastupitelné místo. Její profilace předmětu činnosti a kvalita poskytovaných služeb je v Moravskoslezském kraji ojedinělá.

Akciová společnost ABC je z hlediska své konkurenceschopnosti výrazně úspěšnou společností, neboť se jí podařilo získat a udržet si konkurenční výhodu v podobě tří významných technologií, pro které se stala výhradním dovozcem pro Českou republiku. Má také velmi dobré jméno, neboť je štedrá v oblasti sponzoringu. V tomto vidím stávající politiku společnosti jako perspektivní a uspokojivou.

Ovšem každý podnik má své problémy a v případě akciové společnosti ABC je třeba poukázat na znepokojující výši zadlužení podniku. V relativním vyjádření podíl cizích zdrojů na celkových aktivech se v minulosti dlouhodobě pohyboval okolo 90 % z celkové hodnoty pasiv! Při tomto výsledku je firma z pohledu finančního zdraví hodnocena jako riziková, neboť představuje vyšší riziko věřitelů i akcionářů. Tato skutečnost se promítla do výpočtů při stanovení rizikové premie a následně ovlivnila i výši nákladů vlastního kapitálu, tedy i samotnou hodnotu vlastního kapitálu.

Byl proto vypracován finanční plán pro léta 2007 až 2010, který nejen odhaduje vývoj stěžejních položek hlavního provozu podniku, ale také se zaměřuje na eliminaci tohoto problému. Finanční analýza plánu prokazuje snahu o postupné snižování zadluženosti podniku a snahu o vyšší finanční nezávislost. Tohoto plánu bylo použito při výpočtu výnosové hodnoty metodou DCF. Takto zjištěná hodnota odráží budoucí výnosový potenciál podniku a jak je z výsledků výnosových metod zřejmé, tato hodnota je značně vyšší a odráží tak budoucí růstové příležitosti podniku.

Z těchto důvodů bych vedení podniku doporučila, aby si prostudovali mnou sestavený finanční plán a následně jej přizpůsobili svým potřebám. V budoucnu by se měli zaměřit na sledování klíčových faktorů, které mají vliv na hodnotu podniku. Také by se mohli pokusit dodržet mnou prognózované cash flow a dosáhnout tak výnosové hodnoty, která byla vypočtena v rámci metody DCF. Neboť z výsledků výnosových metod jasně vyplývá, že

podnik může dosahovat vyšších výnosových hodnot, pokud ovšem bude pokračovat v dosavadní politice, ale za předpokladu postupného snižování zadluženosti podniku.

Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovit objektivizovanou hodnotu podniku ABC, a.s. pro potřeby managementu podniku. Ocenění má sloužit jako podklad pro jejich budoucí rozhodování a řízení firmy. Oceňování podniku je proces komplexní, vyžadující nejen teoretické znalosti, ale především praktické zkušenosti. Kromě samotné teoretické interpretace zvoleného oceňovacího postupu je také, vzhledem k jedinečnosti každého podniku, nutná určitá dávka originality a zdravé úvahy. Vypovídací schopnost výsledků je také do značné míry ovlivněna kvalitou, množstvím a charakterem zpracovávaných informací. Příkladem může být mnou zpracovaný finanční plán. Při jeho sestavování jsem postupovala dle svého nejlepšího mínění, dle odhadů vývoje makroekonomických ukazatelů a plánů podniku, ale i přes mou snahu o reálné zachycení budoucího vývoje mohlo dojít ke zkreslení. Je možné, že tohoto zkreslení by se patrně nedopustil zkušený odhadce, který v praxi působí řadu let. Domnívám se, že odchylka od jeho odhadu by nebyla tak výrazná a mnou vypočtená výnosová hodnota by se příliš nelišila.

Při volbě metod ocenění bylo přihlášeno k charakteru podnikání společnosti, okolním vlivům a především účelu, pro který se ocenění provádí. Pro výpočet hodnoty vlastního kapitálu podniku byly použity dvě výnosové metody, tj. metoda kapitalizovaných čistých výnosů a metoda diskontovaných peněžních toků (DCF). Jako doplňková, a zároveň nejméně přesná, byla zvolena metoda založená na analýze majetku- metoda účetní hodnoty.

Výsledná hodnota byla stanovena na úrovni výsledků metody DCF, tedy ve výši 58 326 tis. Kč. Dolním limitem výnosového ocenění je paušální metoda kapitalizovaných čistých výnosů, jejíž výnosová hodnota vlastního kapitálu činí k datu ocenění 27 667 tis. Kč. **Kladný rozdíl mezi výsledkem ocenění podle DCF a ocenění dle paušální metody (v našem případě 30 659 tis. Kč) může být přibližně považován za ocenění budoucích růstových příležitostí podniku.**

Seznam použité literatury

1. BLÁHA, Z., JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 2.vyd. Praha: Management Press, 2006. 194 s. ISBN 80-7261-145-3.
2. BRADNOVÁ, L. *Právní předpisy v ekonomice II*. 1. vyd. Ostrava: EkF VŠB-TU, 2007. 273 s. ISBN 978-80-248-1328-8.
3. DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2006. 191 s. ISBN 80-86119-58-0.
4. KAŠÍK, M., MICHALKO, M. a kol. *Podniková diagnostika*. 1. vyd. Ostrava: Tandem, 1998. 343 s. ISBN 80-902167-4-9.
5. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H.Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
6. KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J. *Finanční analýza krok za krokem*. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 2005. 137 s. ISBN 80-7179-321-3.
7. MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 1.vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
8. MAŘÍK, M., MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
9. MIKOLÁŠ, Z. *Jak zvýšit konkurenceschopnost podniku. Konkurenční potenciál a dynamika podnikání*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 197 s. ISBN 80-247-1277-6.
10. NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1.vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 215 s. ISBN 80-247-0125-1.
11. PEČINKOVÁ, I. *Ekonomická prognóza*. EKONOM, březen 2008, č. 10, s. 46-51.
12. VALACH, J. a kol. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
13. VEBER, J., SRPOVÁ, J. a kol. *Podnikání malé a střední firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2005. 304 s. ISBN 80-247-1069-2.
14. Zákon č. 455/1991 Sb., o živnostenském podnikání, ve znění pozdějších předpisů.
15. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, ve znění pozdějších předpisů.
16. Zákon č. 563/1991 Sb., o účetnictví, ve znění pozdějších předpisů.
17. Zákon č. 161/1997 Sb., o oceňování majetku a o změně některých zákonů, ve znění pozdějších předpisů.

Internetové odkazy:

1. Český statistický úřad www.czso.cz
2. International Valuation Standards Committee www.ivsc.org
3. Ministerstvo financí ČR www.mfcz.cz
4. Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR www.mpo.cz
5. www.justice.cz (obchodní rejstřík)
6. www.businesscenter.cz
7. <http://nb.vse.cz/~marik/publik.htm>
8. www.ceskestavebnictvi.cz

Seznam zkratk a symbolů

IVSC	(<i>International Standards Committee</i>) Mezinárodní organizace pro oceňování
IVS	(<i>International Valuation Standards</i>) Mezinárodní oceňovací standardy
IČ	Identifikační číslo
HDP	Hrubý domácí produkt
ČPK	Čistý pracovní kapitál
OA	Oběžná aktiva
KrdZ	Krátkodobé závazky
VK	Vlastní kapitál
CK	Cizí kapitál
DlhZ	Dlouhodobé závazky
SA	Stálá aktiva
ROI	(<i>return on investment</i>) Rentabilita vloženého kapitálu
ROA	(<i>return on assets</i>) Rentabilita úhrnných vložených prostředků
EBIT	(<i>earnings before interest and tax</i>) Zisk před úhradou úroků a daně z příjmů.
ROE	(<i>return on equity</i>) Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	(<i>return on sales</i>) Rentabilita tržeb
EVA	(<i>economic value added</i>) Ekonomická přidaná hodnota
NOPAT	Čistý provozní zisk po zdanění
WACC	(<i>weighted average cost of capital</i>) Průměrné vážené náklady kapitálu
WC	(<i>working capital</i>) Pracovní kapitál
SH	Současná hodnota
BH	Budoucí hodnota
DCF	(<i>discounted cash flow</i>) Metoda diskontovaných peněžních toků
FCF	(<i>free cash flow</i>) Volný peněžní tok
FCFF	(<i>free cash flow to firm</i>) Peněžní toky pro vlastníky a věřitele
PH	Pokračující hodnota
s.c.	srovnatelné ceny
p.b.	procentní bod
ČSÚ	Český statistický úřad
MF	Ministerstvo financí
ČNB	Česká národní banka
DPH	Daň z přidané hodnoty

VŠPS	Výběrové šetření pracovních sil
EMU	Evropská měnová unie
EU	Evropská unie
OKEČ	Odvětvová klasifikace ekonomických činností

Seznam příloh

Příloha č. 1- Rozvahy společnosti (2002-2006)

Příloha č. 2- Výkazy zisků a ztrát společnosti (2002-2006)

Příloha č. 3- Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Příloha č. 4- Stanovení rizikové premie

Příloha č. 5- Analýza citlivosti

Příloha č. 1 – Rozvahy společnosti ABC, a.s.

		2002	2003	2004	2005	2006
	AKTIVA CELKEM	38 197	35 304	36 716	33 904	50 961
A	Pohledávky za upsaný základní kapitál	0	0	0	0	0
B	Dlouhodobý majetek	10 283	10 687	10 451	10 053	12 293
B.I	Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	32	32	292
B.I 1	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0
B.I 2	Nehmotné výsledky výzkumné a činnosti	0	0	0	0	0
B.I 3	Software	0	0	32	32	0
B.I 4	Ocenitelná práva	0	0	0	0	0
B.I.5	Goodwill	0	0	0	0	0
B.I 6	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.I 7	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	292
B.I 8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II	Dlouhodobý hmotný majetek	10 283	10 687	10 419	10 021	12 001
B.II 1	Pozemky	1 124	1 124	1 124	1 124	1 124
B.II 2	Stavby	7 819	7 533	7 271	6 985	6 698
B.II 3	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	1 340	2 030	2 024	1 782	4 175
B.II 4	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0
B.II 5	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0
B.II 6	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	4	4
B.II 7	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	0	0
B.II 8	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	0	0	0	126	0
B.II 9	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	0	0	0	0	0
B.III	Dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B.III 1	Podíly v ovládaných a řízených osobách	0	0	0	0	0
B.III 2	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
B.III 3	Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0
B.III 4	Půjčky a úvěry ovládaným a řízeným osobám a účetním jednotkám pod podstatným vlivem		0	0	0	0
B.III 5	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B.III 6	Pořizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0
B.III 7	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0

C	Oběžná aktiva	27 778	24 210	25 969	23 634	38 251
C.I	Zásoby	6 861	8 478	6 309	6 191	7 158
C.I 1	Materiál	0	0	0	0	0
C.I 2	Nedokončená výroba a polotovary	3 031	1 416	98	1 097	3 071
C.I 3	Výrobky	0	0	0	0	0
C.I 4	Zvířata	0	0	0	0	0
C.I 5	Zboží	3 830	7 062	6 211	5 094	4 087
C.I 6	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0	0
C.II	Dlouhodobé pohledávky	0	0	0	76	113
C.II 1	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
C.II 2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
C.II 3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
C.II 4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	76	113
C.II 5	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0
C.II.6	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0
C.II.7	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
C.II.8	Odložená daňová pohledávka	0	0	0	0	0
C.III	Krátkodobé pohledávky	15 074	9 858	11 957	13 970	19 722
C.III 1	Pohledávky z obchodních vztahů	12 267	8 829	11 473	11 904	18 533
C.III 2	Pohledávky za ovládanými a řízenými osobami	0	0	0	0	0
C.III 3	Pohledávky za účetními jednotkami pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
C.III 4	Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	1 050	0	2	0	0
C.III 5	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0
C.III 6	Stát - daňové pohledávky	453	622	364	737	357
C.III 7	Krátkodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	387	412
C.III.8	Dohadné účty aktivní	0	0	0	418	355
C.III.9	Jiné pohledávky	1 304	407	118	524	65
C.IV	Krátkodobý finanční majetek	5 843	5 874	7 703	3 397	11 258
C.IV 1	Peníze	39	334	274	689	717
C.IV 2	Účty v bankách	5 804	5 540	7 429	2 708	10 541
C.IV.3	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	
C.IV 4	Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	
D	Ostatní aktiva- přechodné účty aktiv	136	407	296	217	417
D.I	Časové rozlišení	136	407	296	217	417
D.I 1	Náklady příštích období	136	407	296	217	417
D.I 2	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0	0
D.I 3	Příjmy příštích období	0	0	0	0	0
D.II	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0

		2002	2003	2004	2005	2006
	PASIVA CELKEM	38 197	35 304	36 716	33 904	50 961
A	Vlastní kapitál	1 797	1 403	2 972	1 920	4 996
A.I	Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
A.I 1	Základní kapitál	1 000	1 000	1 000	1 000	1 000
A.I.2	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly	0	0	0	0	0
A.I.3	Změny základního kapitálu	0	0	0	0	0
A.II	Kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.II 1	Emisní ážio	0	0	0	0	0
A.II 2	Ostatní kapitálové fondy	0	0	0	0	0
A.II 3	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	0	0
A.II 4	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0
A.III	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0	100	100	100	100
A.III 1	Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	0	100	100	10	100
A.III 2	Statutární a ostatní fondy	0	0	0	0	0
A.IV	Výsledek hospodaření z minulých let	329	97	103	1 148	0
A.IV 1	Nerozdělený zisk minulých let	0	97	103	1 148	0
A.IV 2	Neuhrazená ztráta minulých let	0	0	0	0	0
A.V	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	468	206	1 770	-328	3 896

B	Cizí zdroje	30 439	33 901	33 744	31 984	45 965
B.I	Rezervy	2 996	2 996	2 906	0	2 383
B.I 1	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	2 996	2 996	2 906	0	2 383
B.I 2	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0
B.I.3	Rezerva na daň z příjmů	0	0	0	0	0
B.I.4	Ostatní rezervy	0	0	0	0	0
B.II	Dlouhodobé závazky	4 943	7 113	5 016	9 111	9 028
B.II 1	Závazky z obchodních vztahů	0	5 411	5 016	9 111	9 028
B.II 2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
B.II 3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
B.II 4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0
B.II 5	Dlouhodobé přijaté zálohy	0	0	0	0	0
B.II.6	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
B.II.7	Dlouhodobé směnky k úhradě	0	0	0	0	0
B.II.8	Dohadné účty pasivní	0	1 702	0	0	0
B.II.9	Jiné závazky	4 943	0	0	0	0
B.II.10	Odložený daňový závazek	0	0	0	0	0
B.III	Krátkodobé závazky	18 641	20 498	23 093	20 708	32 954
B.III 1	Závazky z obchodních vztahů	14 553	15 962	16 246	16 439	25 689
B.III 2	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0
B.III 3	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	0	0	0	0	0
B.III 4	Závazky ke společníkům, členům družstva a k účastníkům sdružení	0	313	334	0	0
B.III 5	Závazky k zaměstnancům	421	469	486	441	723
B.III 6	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	289	327	348	317	848
B.III 7	Stát - daňové závazky a dotace	552	623	1 442	125	2 204
B.III 8	Krátkodobé přijaté zálohy	0	0	15	21	24
B.III.9	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0
B.III.10	Dohadné účty pasivní	0	0	1 100	263	209
B.III.11	Jiné závazky	2 826	2 804	3 122	3 102	3 257
B.IV	Bankovní úvěry a výpomoci	3 859	3 294	2 729	2 165	1 600
B.IV 1	Bankovní úvěry dlouhodobé	3 859	3 294	2 729	2 165	1 600
B.IV 2	Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
B.IV 3	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0
C	Ostatní pasiva- přechodné účty aktiv	5 961	0	0	0	0
C.I	Časové rozlišení	0	0	0	0	0
C.I 1	Výdaje příštích období	0	0	0	0	0
C.I 2	Výnosy příštích období	0	0	0	0	0
C. II.	Dohadné účty pasivní	5 961	0	0	0	0

Příloha č. 2

		2002	2003	2004	2005	2006
I.	Tržby za prodej zboží	31 934	37 721	22 633	25 074	28 185
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	20 451	23 524	12 032	15 143	15 458
+	Obchodní marže	11 483	14 197	10 601	9 932	12 727
II.	Výroba	37 970	37 076	56 595	60 813	123 316
1.	Tržby za prodej vl. výrobků a služeb	36 815	38 691	57 913	59 814	121 341
2.	Změna stavu vnitropod. zásob vl. výroby	1 155	-1 615	-1 318	999	1 974
3.	Aktivace	0	0	0	0	0
B.	Výrobní spotřeba	40 201	41 545	53 616	62 085	115 051
1.	Spotřeba materiálu a energie	15 375	14 571	18 833	14 733	47 499
2.	Služby	24 826	26 974	34 783	47 352	67 551
+	Přidaná hodnota	9 251	9 728	13 580	8 659	20 992
C.	Osobní náklady	8 826	10 219	10 717	10 879	11 590
1.	Mzdové náklady	6 441	7 485	7 804	7 964	8 495
2.	Odměny členům orgánů spol. a družstva	0	0	0	0	0
3.	Náklady na sociální zabezpečení	2 238	2 574	2 722	2 770	2 963
4.	Sociální náklady	147	159	191	145	132
D.	Daně a poplatky	88	91	118	126	112
E.	Odpisy NIM a HIM	1 194	1 229	1 382	1 350	1 989
III.	Tržby z prodeje investičního majetku a mat.	0	22	24	207	514
F.	Zůstatková cena prodaného inv. maj. a mat.	0	30	6	0	15
IV.	Zúct. rezerv a čas. rozl. prov. výnosů	0	0	0	0	0
G.	Tvorba rezerv a čas. rozl. prov. nákladů	1 498	-230	-90	-2 906	2 383
V.	Zúct. oprav. pol. do prov. výnosů	0	0	0	0	0
H.	Zúct. oprav. pol. do prov. nákladů	230	315	724	275	1 399
VI.	Ostatní provozní výnosy	2 624	2 295	1 434	3 285	1 141
I.	Ostatní provozní náklady	373	535	629	1 775	802
VII.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0	0
J.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	-335	-144	1 553	654	4 355
VIII.	Tržby z prodeje cenných papírů	0	0	0	0	0
K.	Prodané cenné papíry	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
1.	Výnosy z cenných papírů a vkl. v pod. a sk.	0	0	0	0	0
2.	Výnosy z ost. invest. cenných papírů a vkl.	0	0	0	0	0
3.	Výnosy z ostatních finančních investic	0	0	0	0	0
X.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
XI.	Zúctování rezerv do finančních výnosů	0	0	0	0	0
L.	Tvorba rezerv na finanční náklady	0	0	0	0	0
XII.	Zúctování opravných položek do fin. výn.	0	0	0	0	0
M.	Zúctování opravných položek do fin. nákl.	0	0	0	0	0
XIII.	Výnosové úroky	11	29	8	6	6
N.	Nákladové úroky	278	473	414	378	412

XIV.	Ostatní finanční výnosy	2 337	1 828	1 878	503	2 397
O.	Ostatní finanční náklady	852	1 079	403	1 488	945
XV.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	1 218	305	1 069	-1 357	1 046
R.	Daň z příjmů za běžnou činnost	438	181	1 071	0	1 800
1.	Splatná	438	181	1 071	0	1 800
2.	Odložená	0	0	0	0	0
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	445	-20	1 551	-703	3 601
XVI.	Mimořádné výnosy	83	296	388	451	521
S	Mimořádné náklady	37	-16	17	6	226
T.	Daň z příjmů za mimořádnou činnost	23	87	151	70	0
1.	Splatná	23	87	151	70	0
2.	Odložená	0	0	0	0	0
*	Mimořádný hospodářský výsledek	23	225	219	375	295
U	Převod podílu na hos. výsl. na společníka	0		0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	468	205	1 770	-328	3 896

Příloha č. 3

Analýza a prognóza generátorů hodnoty³⁰

1. Tržby

Velký význam pro odhad budoucích tržeb podniku má pochopitelně i jeho dosavadní vývoj. Růst tržeb podniku zaznamenal v posledním roce nárůst o 76 %, ale jednalo se spíše o výjimečný rok způsobený mimořádnými zakázkami. V jiných předchozích letech byl vývoj kolísavý. Průměrně rostl tempem **27,3 %**.

S ohledem na značnou nejistotu budoucího vývoje byla tato prognóza pojata spíše na pesimistickém odhadu budoucích tržeb. Dynamický vývoj posledního roku a v této souvislosti i optimistická očekávání managementu zveřejněná v dlouhodobém výhledu byla korigována. Ze strategické analýzy vyplývá, že meziroční tempo růstu tržeb pro stavebnictví (OKEČ 45) se v průměru pohybuje okolo 5 %. S ohledem na cykličnost tohoto odvětví a následně také proměnlivý vývoj tržeb v čase **odhaduji průměrné tempo růstu tržeb podniku ABC, a.s. na 5,2 % pro léta 2007-2010**. V letech 2007-2008 se očekává mírný pokles tempa růstu HDP, pro další léta je predikce jeho vývoje optimistější a očekává se jeho mírný vzestup.

Tab. 1-1 Předpokládaný vývoj provozních tržeb

	Rok	Tržby ABC, a.s. (v tis. Kč) ³¹	Meziroční tempo růstu tržeb (v %)	Průměrné tempo růstu za minulost a plán
Minulost	2002	68 749	38,7	27,3 %
	2003	76 413	11,1	
	2004	80 546	5,4	
	2005	84 888	5,4	
	2006	149 526	76	
Prognóza	2007	157 302	5,2	5,2 %
	2008	164 381	4,5	
	2009	173 423	5,5	
	2010	183 315	5,6	

³⁰ Při výpočtu generátorů hodnoty jsem vycházela z knihy MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku* [7].

³¹ Provozní tržby jsou výsledkem součtu tržeb za prodané zboží a tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb.

2. Provozní zisková marže

Dosavadní vývoj provozní ziskové marže, počítané jako poměr korigovaného provozního výsledku hospodaření k tržbám, a základních vnitřních faktorů, které ji ovlivňovaly, jsou patrné z následující tabulky.

Tab. 2-1 Provozní zisková marže a její faktory

	Minulost					Prognóza			
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
KPZ před odpisy (tis.Kč)	859	1 085	2 935	2 004	6 344	8 704	8 739	8 832	9 149
Průměrné tempo růstu	95 %					1,68 %			
Zisková marže (KPZ/ tržby)	1,3 %	1,4 %	3,6 %	2,4 %	4,2 %	5,533%	5,316%	5,093%	4,991%
Vnitřní faktory ziskové marže:									
Obchodní marže	17,37 %	18,3 %	13,0 %	11,9 %	8,4 %	11,9%	11,9%	12,0%	12,2%
Přidaná hodnota	14,0 %	12,5 %	16,6 %	10,3 %	14 %	14 %	14,5 %	15 %	15,8 %
Osobní náklady	13,3 %	13,2 %	13,2 %	13,0 %	7,6 %	8,327%	9,044%	9,767%	10,669%
Daně a poplatky	0,13 %	0,11 %	0,14 %	0,15 %	0,07 %	0,14 %	0,14 %	0,14 %	0,14 %
Tvorba rezerv	2,17 %	-0,3 %	-0,1%	-3,4 %	1,5 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Zúčt.opr.pol. do prov.nák.	0,3 %	0,4 %	0,9 %	0,3 %	0,9 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní provoz. výnosy	3,8 %	3,0 %	1,8 %	3,8 %	0,7 %	0 %	0 %	0 %	0 %
Ostatní provoz. náklady	0,5 %	0,6 %	0,7 %	0,6 %	0,5 %	0 %	0 %	0 %	0 %

Tab. 2-2 Výkonová spotřeba (v tis. Kč)

Výkonová spotřeba	40 201	41 545	53 616	62 085	115 051	122 526	130 401	139 529	149 992
Roční tempo růstu		3,3 %	29 %	15,8 %	85,3 %	6,5 %	7 %	7 %	7,5 %
Průměrné tempo růstu	33,35 %					7 %			
Průměrná inflace						3 %			

Tab. 2-3 Osobní náklady (v tis. Kč)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Osobní náklady	8 826	10 219	10 717	10 879	11 590	13 098	14 866	16 938	19 557
Roční tempo růstu		15,7 %	4,8 %	1,5 %	6,5 %	13,0 %	13,5 %	14,0 %	15,5 %
Průměrné tempo růstu	7,1 %					14,0 %			

Provozní zisková marže vykazovala od roku 2002 tendenci k růstu. Tento růst si je možno vysvětlit relativně silnějším konkurenčním postavením podniku nejen vůči konkurentům, ale i vůči zákazníkům. Podnik nabízí jedinečné služby a jejich obtížná substituce vytváří menší tlak na konkurenceschopnost podniku, a tím může vést k růstu ziskové marže podniku. Tyto skutečnosti by se pozitivně měly projevit i v růstu obchodní marže. Ta ale do roku 2004 vykazuje klesající tendenci. Přidaná hodnota v posledním roce vzrostla na výši 14%, budu předpokládat další pozvolný nárůst ziskové marže až na úroveň 15,8 % v roce 2010.

Předpokládám, že konkurenční síla podniku z posledních let bude zachována i v nejbližších čtyřech letech. Očekávám i nadále rostoucí tendenci ziskové marže. Dále předpokládám, že výkonová spotřeba poroste v průměru asi o 4 % rychleji než inflace. V období první fáze poroste výkonová spotřeba rychleji než tržby (průměrné tempo růstu tržeb v příštích čtyřech letech bude 5,2 % , průměrné tempo výkonové spotřeby 7 %). V rámci prognózy předpokládám, že podíl mezd na tržbách oproti předchozímu vývoji stoupne. Tempo růstu mezd bude v budoucích čtyřech letech asi dvojnásobné než v předchozích letech vlivem růstu průměrné hrubé mzdy. Nevýznamně se na ziskové marži podílely ostatní provozní náklady a výnosy a zúčtování opravných položek. Budu předpokládat, že se jedná o

jednorázové položky, které by se v budoucnosti pravidelně neopakovaly, a tudíž je vyřadím z plánu provozního výsledku hospodaření. Tvorbu rezerv neplánuji.

3. Pracovní kapitál

Analýza dosavadního vývoje a prognóza do budoucna:

- a) **Doba obratu zásob** od roku 2003 postupně klesá. Po konzultaci s vedoucími pracovníky firmy předpokládám její opětovné přiblížení k roku 2005 a stabilizaci na této úrovni. Udržování širšího sortimentu zboží je pro podnik konkurenční výhodou, a proto nemůže být doba obratu snižována.
- b) **Doba obratu pohledávek**- Dlouhodobé pohledávky měly v minulosti podniku minimální vliv, proto jejich další působení nepředpokládám. Nejvýznamnější složkou krátkodobých pohledávek jsou pohledávky z obchodního styku. Tyto se po přechodném růstu vrátily na úroveň z roku 2003. Pro další období budu předpokládat stabilní úroveň na úrovni 45,5 dní.
- c) **Doba obratu závazků** z obchodního styku v minulosti postupně klesala. Budu předpokládat, že pokles již nebude dále pokračovat a doba obratu zůstane na současné úrovni. U ostatních závazků předpokládám vzrůst z závazků k zaměstnancům na 3 dny vzhledem k růstu mezd. Rovněž vzrostou závazky ze sociálního zabezpečení na 2,5 dne a daňové závazky na 5,5 dne (vše počítáno z tržeb). U jiných závazků předpokládám jejich stabilní výši z minulosti, a to je 13,5 dne.

Tab. 3-1 Doby obratu z tržeb (ve dnech)

	Minulost					Prognóza			
Doby obratu z tržeb	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zásoby celkem	35,92	39,94	28,19	26,25	17,23	26,5	26,5	26,5	26,5
-NVaP *	15,87	6,67	0,43	4,65	7,39	5,5	5,5	5,5	5,5
-zboží	20,05	33,27	27,76	21,6	9,83	21	21	21	21
Dlouhodobé pohledávky**	0	0	0	0,32	0,27	0	0	0	0
Krátkodobé pohledávky	78,9	46,44	53,44	59,24	47,48	49,7	49,7	49,7	49,7
-pohledávky obchodní	64,23	41,59	51,27	50,48	44,6	45,5	45,5	45,5	45,5
- **	5,4	0	0	0	0	0	0	0	0
-daňové pohledávky	2,37	2,93	1,62	3,12	0,85	2	2	2	2

-kr.posk.záloh	0	0	0	1,6	0,99	0	0	0	0
-dohad.účty aktivní	0	0	0	7,77	0,85	0	0	0	0
- jiné pohledávky	6,82	1,91	0,52	2,22	0,15	2,2	2,2	2,2	2,2
Krátkodobé závazky celkem	97,6	96,57	103,21	87,82	79,34	86,4	86,4	87,4	87,4
-obchodní	97,61	75,20	72,61	69,74	61,89	61,9	61,9	61,9	61,9
-záv. ke spol.	0	1,5	1,5	0	0	0	0	0	0
-zaměstn	2,2	2,2	2,2	1,8	1,7	2,5	2,5	3	3
-soc.zabez	1,51	1,54	1,55	1,34	2,04	2,2	2,2	2,5	2,5
-stát	2,89	2,93	6,44	0,53	5,3	5,3	5,3	5,5	5,5
-dohad.účty pasivní	0	0	4,91	1,11	0,50	1	1	1	1
-jiné závazky	14,79	13,21	13,95	13,55	7,8	13,5	13,5	13,5	13,5
Provozně nutná likvidita	0,16	0,16	0,20	0,16	0,20	0,17	0,17	0,17	0,17

* nedokončená výroba a polotovary, ** Pohledávky za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení

Na základě odhadnutých dob obratu ve dnech a stanovení provozně potřebné výše peněžních prostředků na úrovni maximálně 17 % krátkodobých závazků dopočítám výši jednotlivých položek a upraveného pracovního kapitálu v peněžním vyjádření. Viz následující tabulka.

Tab. 3-2 Výše jednotlivých položek a upravený pracovní kapitál (v tis. Kč)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Zásoby	6 861	8 478	6 309	6 191	7 158	11 579	12 100	12 766	13 494
Pohledávky	15 074	9 858	11 957	14 046	19 835	21 716	22 693	23 942	25 307
Peněž.prostř.nutné	2 983	3 280	4850	3 313	6591	6 418	6 707	7 158	7 566
Krátk. závazky	18 641	20 498	23 093	20 708	32 954	37 753	39 451	42 103	44 505
Uprav.prac.kapitál	6 277	1 118	23	2 842	630	1 960	2 049	1 763	1 862
k_{we}	-6,9 %					3,7 %			

V minulém období upravený pracovní kapitál poklesl, v období prognózy je však již navýšen a průměrný koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu je 3,7 % (tj. přírůstek pracovního kapitálu 2006 až 2010 / přírůstek tržeb 2006 až 2010 = 1232 / 33 789 = 3,7 %).

4. Dlouhodobý majetek a investice

Projekce investic do dlouhodobého majetku je nejobtížnější částí plánování generátorů hodnoty. Postup je následující:

a) Odhadnu náročnost tržeb od konce roku 2002 do roku 2006 na investice a růst dlouhodobého majetku. Protože jsem použila ziskovou marži před odpočtem odpisů, budu investiční náročnost počítat z investic brutto. Pro větší přesnost jsou koeficienty náročnosti vypočteny zvlášť za nehmotný statek, stavby a samostatné movité věci. Investice do pozemků se nepředpokládají. Stav majetku a odpisy jsou převzaty z výkazů, investice a investiční náročnost jsou doloženy.

Celkový přírůstek tržeb od konce roku 2002 do konce roku 2006= **80 777 tis. Kč**

Tab. 4-1 Investiční náročnost tržeb (v tis. Kč)

v tis. Kč	2002	2003	2004	2005	2006
Nehmotný majetek					
Stav majetku ke konci roku	0	0	32	32	292
Odpisy	0	0	0	0	0
Investice netto= změna stavu majetku	0	0	32	0	260
Investice brutto= investice netto + odpisy	0	0	32	0	260
Investiční náročnost růstu tržeb 2002-2006*					0,36%
Stavby					
Stav majetku ke konci roku (rok 2001= 3817)	7 819	7 533	7 271	6 985	6 698
Odpisy	202	144	286	286	286
Investice netto	4 002	-286	-262	-286	-286
Investice brutto	4 204	-142	24	0	0
Investiční náročnost růstu tržeb 2002-2006					5,06%
Samostatné movité věci					
Stav majetku ke konci roku (rok 2001 =1817)	1 340	2 030	2 024	1 782	4 175
Odpisy	992	1 085	1 096	1 064	1 703
Zůstat.hodnota prodaného zařízení	0	30	6	0	15
Investice netto	-477	690	-6	-242	2 393
Investice brutto	515	1 805	1 096	822	4 111
Investiční náročnost růstu tržeb 2002-2006					10,34%

* **Investiční náročnost** = investice brutto za roky 2002-2006 / celkový přírůstek tržeb.

b) V první části odhadu budu předpokládat, že investiční výdaje nutné na korunu přírůstku tržeb budou v následujících čtyřech letech stejné jako v období 2002-2006.

Celkový přírůstek tržeb od konce roku 2006 do konce roku 2010 = **33 789 tis. Kč.**

Tab. 4-2 Odhad investic pro růst tržeb v letech 2007-2010 odhadcem (v tis. Kč)

Majetek	Minulý koeficient náročnosti	Odhad investic pro růst tržeb v letech 2007-2010
Nehmotný majetek	0,36 %	122
Stavby	5,06 %	1 710
Samostatné movité věci	10,34 %	3 494
Celkem	15,76 %	5 326

c) Dalším krokem odhadu je konzultace s vedoucími pracovníky podniku, kteří odhadli pravděpodobné investice v budoucích čtyřech letech v rozsahu 6 až 7 mil.Kč.

Tab. 4-3 Odhad investic pro růst tržeb v letech 2007-2010 managementem podniku (v tis. Kč)

Majetek	Odhad investic pro růst tržeb v letech 2007-2010
Nehmotný majetek	200
Stavby	1 800
Samostatné movité věci	4 500
Celkem	6 500

d) Na základě těchto dvou odhadů jsem zpracovala výsledný odhad, který je jistým kompromisem obou. Dospěla jsem k částce 6 mil. Kč. Management nepředpokládá v nejbližších letech žádné mimořádně vysoké jednorázové investice, proto tuto částku rovnoměrně rozdělím na plánované roky, tj. pro každý rok zhruba 1,5 mil.Kč.

Tab. 4-4 Odhad investic pro růst tržeb v letech 2007-2010 – střet obou odhadů (v tis. Kč)

Majetek	Odhad investic pro růst tržeb v letech 2007-2010 (tis.Kč)	Investice ročně (tis. Kč)
Nehmotný majetek	180	45
Stavby	1 800	450
Samostatné movité věci	4 020	1 005
Celkem	6 000	1 500

Výsledný koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku bude:

$$k_{DMx} = 6\,000 / 33\,789 = \mathbf{17,75\%}.$$

e) Nyní je možno sestavit plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů:

Tab. 4-5 Plán dlouhodobého majetku, investic a odpisů (v tis. Kč)

	2006	2007	2008	2009	2010
Nehmotný majetek					
Původní	0	0	0	0	0
- odpisy					
- zůstat.hodnota	292	292	292	292	292
Nový		45	90	135	180
- pořiz.hodnota					
- odpisy (1/4 z pořiz.hodnoty)		11	23	34	45
- zůstat.hodnota		34	56	67	67
Celkem	0	11	23	34	45
- odpisy					
-zůstat.hodnota	292	326	348	359	359
Stavby					
Původní	286	286	286	286	286
- odpisy					
- zůstat.hodnota	6 698	6 412	6 126	5 840	5 554
Nový		450	900	1 350	1 800
- pořiz.hodnota					
- odpisy (1/30 z pořiz.hodnoty)		15	30	45	60
- zůstat.hodnota		435	855	1 260	1 650
Celkem	286	301	316	331	346
- odpisy					
-zůstat.hodnota	6 698	6 847	6 981	7 100	7 204
Samostatné movité věci					
Původní	1 703	1 703	1 703	769	0
- odpisy					
- zůstat.hodnota	4 175	2 472	769	0	0
Nový		1005	2 010	3 015	4 020
- pořiz.hodnota					
- odpisy (1/6 z pořiz.hodnoty)		168	335	503	670
- zůstat.hodnota		837	1 507	2 009	2 344
Celkem	1 703	1 871	2 038	1 272	670
- odpisy					
-zůstat.hodnota	4 175	3 309	2 276	2 009	2 344
Pozemky					
-zůstat.hodnota	1 124	1 124	1 124	1 124	1 124
CELKEM					
Odpisy	1 989	2 183	2 377	1 637	1 061
Zůstatková hodnota	12 293 *	11 606	10 729	10 592	11 031
Celkové investice do dlouhodobého majetku	4 371	1 500	1 500	1 500	1 500

* V zůstatkové hodnotě je započítán také jiný dlouhodobý majetek, jehož stav ke konci roku 2006 byl 4 tis. Kč. Jeho vliv je zanedbatelný a proto jej pro příští období neplánuji.

Příloha č. 4

Stanovení rizikové prémie

Ke stanovení rizikové prémie lze využít stavebnicovou metodu, která celkovou rizikovou přírážku neodvozuje z kapitálového trhu, ale zjišťuje ji jako součet několika dílčích rizikových přírážek. Základní schéma výpočtu vyhlíží takto:

Výnosnost „bezrizikových“ cenných papírů (tj. dlouhodobých státních dluhopisů)
+ Přírážka za riziko
= Kalkulovaná úroková míra.

Komplexní stavebnicová metoda, jako jedna z variant stavebnicové metody, se pokouší o co možná nejúplnější podchycení všech dílčích rizik, která by bylo žádoucí promítnout do diskontní míry. Postup při její aplikaci spočívá v těchto krocích:

- 1) určení konkrétních faktorů rizika podstatných pro oceňovaný podnik,
- 2) ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé faktory,
- 3) transformace stanoveného stupně rizika na rizikovou přírážku.

Pro stanovení rizikové prémie vycházím z knihy MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku* [7].

Použiji systém 32 faktorů rizika (z nichž ovšem budu hodnotit jen 30 faktorů), tyto faktory jsou uspořádány do skupin:

- a) obchodní riziko,
- b) finanční riziko.

Pro tento systém rizikových faktorů použijeme následující váhy (předpokladem je, že dílčí faktory obchodního rizika jsou všechny stejně důležité).

	Počet hodnocených kritérií	Váha	Počet x váha
Obchodní rizika	24		24
I. Rizika oboru	4	1	4
II. Rizika trhu	3	1	3
III. Rizika z konkurence	6	1	6
IV. Management	3	1	3
V. Výrobní proces	4	1	4
VI. Ostatní faktory	4	1	4
Finanční riziko	6	1,3	7,8
Počet kritérií	30		31,8

- Poměr obchodní riziko:finanční riziko = 24:7,8 = 3:1.
- Počet faktorů rizika po zohlednění vah je **n = 31,8**.
- Stupeň rizika X = 1 až 4.
- Bezriziková výnosová míra **r_f = 4,1 %** (výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů k datu ocenění dle Ministerstva financí České republiky).
- Maximální náklady vlastního kapitálu zvolíme na úrovni **30 %**. Maximální riziková přírážka je pak 30 % - 4,1 % = 25,9 %.
- Koeficient rizikové přírážky **a = 1,645** vypočten dle vztahu $a = \sqrt[n]{\frac{n}{r_f}}$.

X – stupeň rizika	a ^x	Z = (a ^x – 1)	RP pro 1 faktor = z*r _f /n
1 Nízké riziko	1,645	0,645	0,083 %
2 Přiměřené riziko	2,706	1,706	0,219 %
3 Zvýšené riziko	4,451	3,451	0,445 %
4 Vysoké riziko	7,322	6,322	0,815 %

Obchodní rizika

I. Rizika na úrovni oboru

1. Dynamika oboru		Riziko
stabilní obor, větší změny se nepředpokládají (tempo růstu asi na úrovni inflace)		nízké
dlouhodobě mírně rostoucí obor	X	přiměřené
obor v krizi, tendence k poklesu, obtížně předvídatelný vývoj		zvýšené
velmi rychle rostoucí obor, pravděpodobné zvraty a výkyvy (například informační technologie)		vysoké

2. Závislost oboru na hospodářském cyklu		Riziko
nezávislost na hospodářském cyklu		nízké
mírná závislost na hospodářském cyklu		přiměřené
značná závislost na hospodářském cyklu		zvýšené
typicky cyklické produkce	X	vysoké

3. Potenciál inovací v oboru		Riziko
standardní obor s minimem technologických změn		nízké
standardní obor s mírnými technologickými změnami	X	přiměřené
obor se značným technologickým růstem, ale bez řádových inovací		zvýšené
obor vyznačující se zásadními technologickými inovacemi		vysoké

4. Určování trendů v oboru		Riziko
podnik se výrazně podílí na určování nových trendů v oboru		nízké
podnik je schopen rychlé reakce na nové trendy v oboru		přiměřené
podnik je schopen postupně reagovat na nové trendy v oboru	X	zvýšené
podnik obtížně zachycuje a dohání nové trendy v oboru		vysoké

Rizika oboru	RP	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083 %	0	0
Přiměřené	0,219 %	2	0,438
Zvýšené	0,445 %	1	0,445
Vysoké	0,815 %	1	0,815
Součet		4	1,698

II. Rizika na úrovni trhu, kde je podnik činný

1. Kapacita trhu, možnost expanze		Riziko
domácí trh nenasyčen, dominantní podíl, minimální vývoz		nízké
domácí trh nenasyčen, tržní podíl srovnatelný s hlavními konkurenty, minimální vývoz		přiměřené
domácí trh nasycen	X	zvýšené
domácí trh nasycen, hledání nových zahraničních trhů		vysoké

2. Rizika dosažení tržeb		Riziko
prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný malý růst tržeb		nízké
prokazatelná historie tržeb, prognózovatelný nárůst tržeb	X	přiměřené
nová společnost, bez historie tržeb, umírněný nárůst tržeb		zvýšené
nová společnost, bez historie tržeb, extrémní nebo skokový nárůst tržeb		vysoké

3. Rizika proniknutí na trhy, cílové trhy		Riziko
zavedené výrobky, rozhodující jsou stávající trhy		nízké
zavedené výrobky, zvýšení tržního podílu nebo proniknutí na nové trhy	X	přiměřené
nové výrobky, stávající trhy		zvýšené
nové výrobky, nové trhy		vysoké

Rizika trhu	RP	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083 %	0	0
Přiměřené	0,219 %	2	0,438
Zvýšené	0,445 %	1	0,445
Vysoké	0,815 %	0	0
Součet		3	0,883

III. Rizika z konkurence

1. Konkurence		Riziko
tržní mezera, konkurence nepůsobí		nízké
nekonsolidovaná konkurence na cílovém trhu		přiměřené
obtížný vstup na nový trh a působení mezi existujícími konkurenty		zvýšené
zvyšující se tlak existujících konkurentů, nástup nové konkurence	X	vysoké

2. Konkurenceschopnost produktů		Riziko
parametry a životnost – srovnatelné se špičkovou konkurencí	X	nízké
parametry a životnost – srovnatelné s lepší konkurencí		přiměřené
parametry a životnost – srovnatelné s průměrnou konkurencí		zvýšené
parametry a životnost – nižší než průměrná konkurence		vysoké

3. Ceny		Riziko
ceny nižší než konkurence, uspokojivá marže zisku, možnost poskytnutí slev		nízké
ceny a marže zisku obdobná jako u konkurence	X	přiměřené
ceny srovnatelné s konkurencí, nízká marže zisku		zvýšené
ceny vyšší než konkurence, minimální marže zisku		vysoké

4. Kvalita, řízení výroby		Riziko
lepší než konkurence		nízké
srovnatelné s konkurencí	X	přiměřené
mírně nižší než konkurence		zvýšené
výrazně zaostává za konkurencí		vysoké

5. Výzkum a vývoj		Riziko
vlastní vývoj, nové sofistikované výrobky, předstih před konkurencí		nízké
vývoj reaguje na požadavky zákazníků, vylepšování stávajících konkurenčních výrobků	X	přiměřené
kopírování konkurenčních výrobků, snaha dohnat konkurenci		zvýšené
absence vlastního vývoje, podniková kooperace, příležitostné zakázky		vysoké

6. Reklama a propagace		Riziko
pravidelné náklady větší než v odvětví, účinnost vysoká		nízké
pravidelné náklady odpovídající průměru v odvětví	X	přiměřené
nepravidelně, sporný přínos		zvýšené
nepravidelně, omezené náklady, nejistý přínos		vysoké

Rizika konkurence	RP	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083 %	1	0,083
Přiměřené	0,219 %	4	0,876
Zvýšené	0,445 %	0	0
Vysoké	0,815 %	1	0,815
Součet		6	1,774

IV. Management

1. Vize, strategie		Riziko
jasná vize a strategie a prostředky jejího dosažení	X	Nízké
změna vize, upřesňování strategií a bezprostředních cílů společnosti		přiměřené
strategie společnosti se postupně vytváří		zvýšené
neurčitá strategie, převažuje improvizace		vysoké

2. Klíčové osobnosti		Riziko
zastupitelnost klíčových osobností		Nízké
dostupná přiměřená náhrada	X	přiměřené
obtížná náhrada klíčových osobností		zvýšené
vysoká závislost na několika klíčových nepostradatelných osobnostech		vysoké

3. Organizační struktura		Riziko
jednoduchá a přehledná struktura, komunikace bez potíží	X	Nízké
jednoduchá organizační struktura, běžné komunikační potíže		přiměřené
složitá organizační struktura, mnohoúčelové řízení		zvýšené
komplikovaná, nepřehledná, často se měnící struktura		vysoké

Management	RP	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083 %	2	0,166
Přiměřené	0,219 %	1	0,219
Zvýšené	0,445 %	0	0
Vysoké	0,815 %	0	0
Součet		3	0,385

V. Výrobní proces

1. Struktura výrobků		Riziko
vlastní finální nebo zavedené výrobky, opakované prodeje, minimální technické změny		nízké
vlastní výrobky, četné modifikace		přiměřené
zakázková výroba, opakované stabilní požadavky	X	zvýšené
nepřavidelné zakázky, častá změna dokumentace od zákazníků		vysoké

2. Technologické možnosti výroby		Riziko
postačující stávající zařízení, vyzkoušená technologie, stávající výrobky	X	nízké
vyzkoušená technologie, stávající výrobky, nutné rozšíření		přiměřené
stávající výrobky, obdobné postupy, potřebná zásadní obnova výrobních zařízení		zvýšené
komplexně nová výrobní zařízení, nová technologie, nové výrobky		vysoké

3. Pracovní síla		Riziko
běžně dostupné profese, bez mimořádných nároků na kvalifikaci		nízké
dostupné profese, běžná učňovská, středoškolská, vysokoškolská kvalifikace	X	přiměřené

vyšší podíl specializovaných profesí, požadavky na zvyšování		zvýšené
převaha vysoce specializovaných profesí		vysoké

4. Dodavatelé		Riziko
stabilní dodavatelé, pravidelně požadované množství, bez potíží		nízké
stabilizovaný okruh dodavatelů, běžné dodavatelské problémy	X	přiměřené
částečná změna klíčových dodavatelů, výpadky dodávky		zvýšené
značně nestálí dodavatelé, pravidelné potíže s dodávkami		vysoké

Výrobní proces	RP	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083 %	1	0,083
Přiměřené	0,219 %	2	0,438
Zvýšené	0,445 %	1	0,445
Vysoké	0,815 %	0	0
Součet		4	0,966

VI. Ostatní faktory provozních ziskových marží

1. Úroveň fixních nákladů		Riziko
podíl fixních nákladů (aktiv) na celkových nákladech (aktivech) je malý		nízké
podíl fixních nákladů (aktiv) je okolo průměru	X	přiměřené
podíl fixních nákladů (aktiv) je vysoký		zvýšené
podíl fixních nákladů (aktiv) je velmi vysoký		vysoké

2. Postavení podniku vůči odběratelům		Riziko
velmi silné – větší počet malých odběratelů	X	nízké
silné – větší počet odběratelů, několik větších odběratelů s nepřevažujícím podílem		přiměřené
slabší – rozhodující váhu má několik velkých odběratelů		zvýšené
slabé – závislost na 1 až 2 silných odběratelích		vysoké

3. Postavení podniku vůči dodavatelům		Riziko
velmi silné – větší počet malých dodavatelů		nízké
silné – větší počet dodavatelů, několik větších dodavatelů s nepřevažujícím podílem		přiměřené
slabší – rozhodující váhu má několik velkých dodavatelů	X	zvýšené
slabé – závislost na 1 až 2 silných dodavatelích		vysoké

4. Bariéry vstupu do odvětví		Riziko
velmi silné (např. výroba elektrické energie)		nízké
silné (např. výroba těžkého strojírenství)		přiměřené
překonatelné (specializované produkce)	X	zvýšené
slabé (např. oblast služeb – vzdělávací kurzy)		vysoké

Ostatní faktory	RP	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083 %	1	0,083
Přiměřené	0,219 %	1	0,219
Zvýšené	0,445 %	2	0,890
Vysoké	0,815 %	0	0,000
Součet		4	1,192

Finanční riziko

1. Úročený cizí kapitál / vlastní kapitál		Riziko
nízký podíl cizích zdrojů, dostatečná úvěrová kapacita		nízké
přiměřené cizí zdroje, prostor pro další financování cizím kapitálem		přiměřené
cizí zdroje ve stejné výši jako vlastní kapitál		zvýšené
cizí zdroje vyšší než vlastní kapitál	X	vysoké

2. Krytí úroků – EBIT / placené úroky dosahuje		Riziko
dosahuje hodnotu 4,5 a více	X	nízké
dosahuje hodnotu 2,18 až 4,49		přiměřené
dosahuje hodnotu 1,57 až 2,17		zvýšené
je nižší než 1,57		vysoké

3. Podíl čistého pracovního kapitálu (WC) na oběžných aktivech		Riziko
WC kryje i část přechodné výše oběžných aktiv	X	nízké
WC kryje stálou výši oběžných aktiv		přiměřené
WC nekryje stálou výši oběžných aktiv		zvýšené
WC je nulový nebo dokonce záporný		vysoké

4. Běžná a rychlá (okamžitá) likvidita		Riziko
vysoká běžná a rychlá likvidita, dostačující likvidní prostředky		nízké
vysoká běžná likvidita, mírná závislost na zásobách		přiměřené
obvyklá hodnota běžné likvidity, nízký podíl likvidních prostředků v oběžných aktivech	X	zvýšené
nízká běžná likvidita, vysoké pohledávky a zásoby, nedostatek likvidních prostředků		vysoké

5. Průměrná doba inkasa pohledávek		Riziko
odpovídá době splatnosti faktur		nízké
přiměřeně převyšuje splatnost faktur	X	přiměřené
značně převyšuje splatnost faktur, riziko nedobytných pohledávek		zvýšené
vysoce převyšuje splatnost faktur, značný podíl nedobytných pohledávek		vysoké

6. Průměrná doba držení zásob		Riziko
odpovídá minimálním nutným technologickým zásobám		nízké
přiměřená rezerva zásob, mírné předzásobení	X	přiměřené
zřetelně vyšší zásoby než je nutné, částečně zastaralé zásoby		zvýšené
vysoce předzásobená společnost, vysoký podíl zastaralých zásob		vysoké

Finanční riziko	RP	Váha	Počet	Dílčí riziková přírážka (RP x vážený počet)
Nízké	0,083 %	1,3	2	0,215
Přiměřené	0,219 %	1,3	2	0,569
Zvýšené	0,445 %	1,3	1	0,578
Vysoké	0,815 %	1,3	1	1,059
Součet			6	2,421

Vyhodnocení

Bezriziková výnosová míra			4,1 %
<i>I. Rizika oboru</i>	1,698		
<i>II. Rizika trhu</i>	0,883		
<i>III. Rizika konkurence</i>	1,774		
<i>IV. Management</i>	0,385		
<i>V. Výrobní proces</i>	0,996		
<i>VI. Ostatní faktory</i>	1,192		
Obchodní riziko		6,928	
Finanční riziko		2,421	
Riziková prémie celkem			9,3 %
Náklady vlastního kapitálu			13,4 %

Příloha č. 5

Analýza citlivosti

Propočet hodnoty druhé fáze metody DCF byl stanoven na základě Gordonova vzorce, přičemž byly spočteny různé varianty s ohledem na předpoklady trvalého růstu volného peněžního toku g , a to nejprve nulový růst, pak 1 %, 1,5 %, 2 % a 3 %.

Tab. 5-1 Výpočet hodnoty druhé fáze metodou DCF (v tis. Kč)

2. fáze					
$FCFF_{2011}$ ($FCFF_{2011} = FCFF_{2010} * (1+g)$)	6 014	6 074	6 104	6 134	6 194
Diskontní míra pro druhou fázi (%)	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Tempo růstu g pro 2. fázi (%)	0,0%	1,0%	1,5%	2,0%	3,0%
Pokračující hodnota ($PH = FCFF_{2011} / i_k - g$)	51 402	56 766	59 843	63 237	71 195
Současná hodnota 2. fáze ($PH / 1,117^4$)	33 021	36 466	38 443	40 623	45 736

Tab. 5-2 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu (v tis. Kč)

Současná hodnota 1. fáze	16 816	16 816	16 816	16 816	16 816
Současná hodnota 2. fáze	33 021	36 466	38 443	40 623	45 736
Provozní hodnota brutto	49 837	53 282	55 259	57 439	62 552
Úročený cizí kapitál k datu ocenění	1 600	1 600	1 600	1 600	1 600
Provozní hodnota netto	48 237	51 682	53 659	55 839	60 952
Neprovozní majetek k datu ocenění	4 667	4 667	4 667	4 667	4 667
Výsledná hodnota vlastního kapitálu k 1.1.2007	52 904	56 349	58 326	60 506	65 619

Z výše uvedených propočetů je patrné, že analýzou citlivosti jen na parametr tempa růstu volných peněžních toků můžeme dosáhnout velmi odlišných výsledků. V tomto případě tempo růstu volného peněžního toku g bylo stanoveno na 1,5 % vzhledem k možným růstovým příležitostem po roce 2010.

Je nutné si uvědomit, jak významnou roli hraje právě druhá fáze pro výslednou hodnotu. Záleží na zkušenosti oceňovatele, jaké tempo růstu zvolí jako adekvátní pro daný podnik. Tím ovlivní výši pokračující hodnoty, která po převedení na současnou hodnotu představuje hodnotu 2. fáze. Odhad tempa růstu je tedy subjektivním odhadem oceňovatele, který má významný dopad na výslednou hodnotu vlastního kapitálu podniku.